

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA  
INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA E GESTÃO

ANO LETIVO 2012-2013

**IMPACTO DE DIFERENTES SETORES DE ATIVIDADE NO PROCESSO DE  
ATRIBUIÇÃO DE *RATING***

Mestrado em Finanças

Diogo Gonçalves Alexandre

Número: L41379

Orientação: Professor Doutor Jorge Júlio Landeiro de Vaz

Lisboa, setembro de 2013

## Resumo

O presente estudo tem por objetivo determinar qual o impacto que diferentes setores de atividade apresentam num processo de atribuição de *rating*, nomeadamente de que forma o risco do setor e as suas características poderão afetar o *rating* das empresas dessa indústria. Os setores alvo deste estudo são o setor da metalurgia e siderurgia, o setor da saúde (subsetor dos hospitais privados) e o setor de retalho alimentar e especializado. A metodologia utilizada é composta por cinco fases. Numa primeira etapa foi analisada a metodologia para avaliação do risco de crédito e atribuição de *rating* utilizada pela Standard & Poor's, assim como a sua metodologia de avaliação e aplicação específica a cada um dos setores estudados. A segunda fase cingiu-se à avaliação da sensibilidade/exposição de cada setor a diversos fatores da indústria, com o objetivo de determinar quais os setores com maior ou menor risco implícito. Seguidamente foi efetuada a recolha e tratamento de dados de três empresas de cada um dos setores analisados. Numa quarta fase, aos dados obtidos foi aplicada a metodologia previamente analisada, que consistiu na determinação do perfil de risco financeiro de cada empresa, através da utilização de três indicadores financeiros numa matriz de *benchmarks*. Por fim, foi utilizada uma outra matriz que faz uma relação entre o perfil de risco financeiro e o perfil de risco de negócio, tendo como *output* uma notação de *rating* expectável. Esta matriz permitiu testar o impacto que o risco do setor pode apresentar no perfil de risco de negócio e consequentemente avaliar o impacto esperado sobre *rating* de cada empresa de cada setor. Os resultados dos testes permitiram concluir que os setores da metalurgia e da saúde apresentam um impacto maioritariamente negativo no processo de atribuição de *rating*, enquanto que o setor do retalho apresenta um impacto relativamente positivo sobre o mesmo processo.

Palavras-chave: risco do setor, *rating*, Standard & Poor's, fatores da indústria, risco financeiro e risco de negócio.

## **Abstract**

This study aims to determine what impact different sectors of activity present in the rating process, including how the sector risk and characteristics may affect or qualify the ratings of firms in that industry. The sectors targeted in this study are the metals sector, the health sector (subsector of private hospitals) and food and specialized retail sector. The methodology consists on five phases. In a first step it was analyzed the methodology used by Standard & Poor's for assessing credit risk and rating , as well as its specific assessment methodology and application to each of the sectors studied. The second phase girded up the evaluation of the sensitivity / exposure of each sector to various industry factors, in order to determine which sectors have higher or lower risk involved. Then it was made the collection and processing of data from three companies in each of the sectors analyzed. In a fourth step, to the data obtained was applied the methodology previously discussed, consisting in determining the financial risk profile of each company, through the use of three financial indicators in a matrix of benchmarks. Finally, it was used another matrix that makes a link between financial risk profile and business risk profile, having as output an expected rating. This matrix has allowed the test of the impact that the industry risk may have on the business risk profile and thus assess the expected impact on the rating of each company in each sector. The test results showed that the metals and health sectors have mostly a negative impact in the rating process, while the retail sector has a relatively positive impact on it.

Keywords: sector risk, rating, Standard & Poor's, industry factors, financial risk and business risk.

## **Agradecimentos**

Ao Professor Doutor Jorge Júlio Landeiro de Vaz, pelos conselhos e orientação do meu trabalho.

À Joana, pelo amor, presença, estímulo e ajuda, que tornou todo o meu trabalho mais fácil.

À Leonor, pelo auxílio e companhia durante a realização desta dissertação.

À minha Mãe, à minha Avó e às minhas irmãs, pela compreensão das minhas ausências nestes dois últimos anos e pela grande importância que lhes atribuo na minha vida.

Ao meu Pai, mentor e melhor amigo, por transmitir uma visão pragmática acerca das problemáticas envolvidas neste estudo.

Aos amigos e colegas de trabalho, João, Luís e Martim, pelo incentivo e pelas muitas trocas de ideias.

À Ana, pela paciência, apoio e contributo para o presente estudo.

Ao Bruno, amigo e companheiro, por todo o apoio durante o processo de realização deste trabalho.

## Índice

Resumo .....	ii
Abstract .....	iii
Agradecimentos .....	iv
Índice .....	v
Índice de Tabelas .....	vii
Índice de Figuras .....	viii
Capítulo 1 – Introdução .....	1
Capítulo 2 – Revisão de Literatura .....	3
2.1 – Conceitos e Definições .....	3
2.1.1 - Risco de Crédito .....	3
2.1.2 – <i>Rating</i> .....	3
2.2. Metodologia Standard & Poor’s .....	4
2.2.1 – Processo de avaliação do risco de crédito e atribuição de <i>rating</i> .....	4
Capítulo 3 – Metodologia S&P aplicada a diferentes setores de atividade .....	13
3.1 – Setor metalúrgico e siderúrgico .....	13
3.2 – Setor da saúde (subsetor dos hospitais privados) .....	20
3.3 – Setor do retalho alimentar e especializado .....	25
Capítulo 4 – Dados e análise de resultados .....	34
Capítulo 5 – Conclusões .....	42

5.1 – Conclusão final .....	42
5.2 – Contributos do estudo .....	43
5.3 – Limitações .....	43
5.4 – Pistas para investigação futura .....	44
Referências bibliográficas .....	45
Anexo 1 - Exemplos .....	48
Anexo 2 - Escala S&P .....	49
Apêndice 1 – Quadro de indicadores do risco de crédito do setor metalúrgico .....	50
Apêndice 2 - Quadro de indicadores do risco de crédito do setor da saúde .....	51
Apêndice 3 - Quadro de indicadores do risco de crédito do setor do retalho .....	52

## Índice de Tabelas

Tabela 1 - Oportunidades/pontos fortes e riscos/condicionantes do setor metalúrgico.....	16
Tabela 2 - Oportunidades/pontos fortes e riscos/condicionantes do setor da saúde..	23
Tabela 3 - Oportunidades/pontos fortes e riscos/condicionantes do setor do retalho	28
Tabela 4 – <i>Drivers</i> do risco de crédito.....	32
Tabela 5 – Matriz do perfil de risco de negócio e de risco financeiro.....	34
Tabela 6 – Quadro de <i>benchmarks</i> financeiros.....	35
Tabela 7 – Indicadores de risco de crédito do setor metalúrgico.....	37
Tabela 8 – Quadro de indicadores médios do setor metalúrgico.....	38
Tabela 9 – Indicadores de risco de crédito do subsector de hospitais privados.....	39
Tabela 10 – Indicadores de risco de crédito do setor retalhista .....	40

## **Índice de Figuras**

Figura 1 – Processo de atribuição de <i>rating</i> .....	12
--	----



## Capítulo 1 – Introdução

A conjuntura económica recessiva verificada atualmente em algumas das principais economias mundiais, com impacto negativo na atividade do tecido empresarial e do setor financeiro global, fez com que a importância da gestão do risco se potenciase, constituindo um fator determinante na rentabilidade, estabilidade e sustentabilidade dos mesmos.

Neste contexto, na condução do seu negócio, as organizações quer do setor financeiro quer de outros setores, deparam-se com diversos riscos, que não sendo eficazmente geridos, podem comprometer o sucesso e continuidade da sua atividade. Na ótica da gestão do risco de crédito este facto assume particular importância, na medida em que as relações entre as organizações e os seus credores, clientes e potenciais investidores encontram-se profundamente ligadas à perceção e confiança que os mesmos possuem da capacidade das organizações fazerem face aos seus compromissos. Assim sendo, a necessidade de uma avaliação rigorosa e fidedigna do grau de risco de incumprimento de uma empresa, organização ou entidade, que justifique a tomada de decisões de investimento, condições de financiamento e outras deliberações, transporta para as notações de *rating* uma importância fundamental no funcionamento da economia.

Através do presente estudo pretende-se analisar, especificamente, o impacto que diferentes setores de atividade apresentam no processo de formação e atribuição de *rating*, isto é, de que forma é que as características e risco do setor poderão influenciar negativa ou positivamente a determinação de uma notação de *rating*. Para tal, todo o estudo terá por base a aplicação da metodologia criada e utilizada pela agência de notação financeira Standard & Poor's para atribuição de *rating* aos setores da

metalurgia e siderurgia, saúde (mais precisamente o subsetor dos hospitais privados) e retalho alimentar e especializado.

A escolha dos setores supra referidos teve como propósito aumentar a abrangência do estudo ao ser considerado um setor da indústria transformadora, um setor de serviços e um setor de comércio.

No final da investigação serão desenvolvidos exemplos teórico-práticos com o objetivo de demonstrar os impactos esperados nas notações de *rating* consoante o setor de atividade em análise.

## **Capítulo 2 – Revisão de Literatura**

### **2.1 – Conceitos e Definições**

#### **2.1.1 - Risco de Crédito**

Moreau (2003) refere que “um risco empresarial pode ser definido como a ameaça de um acontecimento, uma ação ou uma inação afetar a capacidade de a empresa atingir os seus objectivos estratégicos e comprometer a criação de valor” ao que Carvalho (2009 p.37) adiciona “[e]m termos genéricos, este conceito de risco consiste na probabilidade de ocorrência de eventos cujas consequências reduzam as perspectivas de concretização de objectivos delineados para uma determinada variável, seja esta financeira ou não. Quando a variável em causa se refere à boa cobrança de crédito concedido e existam eventos que, de alguma forma, possam vir a condicionar essa cobrança, deparamo-nos com o risco de crédito.”.

O Instituto Superior de Gestão Bancária (2006, sessão 7 p.6) define o risco de crédito como a “possibilidade de pessoas, residentes ou não residentes, singulares ou coletivas, não pagarem integral e pontualmente, quer o capital em dívida, quer os juros correspondentes aos empréstimos que lhe foram efectuados”.

#### **2.1.2 – *Rating***

Segundo Carvalho (2009 p.118) “[a] notação de *rating* teve origem nos EUA, resultante da escassez de informação e da dificuldade da avaliação do risco de crédito. Consiste numa classificação do risco de crédito de uma entidade ou de uma emissão de dívida”.

Colquitt (2007 p.299), por sua vez, refere-se aos *ratings* como um guia do risco de crédito, sendo utilizados para apoiar a sua avaliação e para determinar a base sobre a qual o credor avaliará o devedor.

## **2.2. Metodologia Standard & Poor's**

Segundo a metodologia utilizada pela Standard & Poor's (S&P), a avaliação do risco de crédito das empresas impõe, independentemente do setor em que se inserem, a definição de um enquadramento analítico que se divide em duas vertentes. A primeira corresponde à análise do risco do negócio, que por sua vez serve de base e fornece os contextos necessários para a segunda vertente da análise, a análise do risco financeiro das empresas.

### **2.2.1 – Processo de avaliação do risco de crédito e atribuição de *rating***

#### **2.2.1.1 - Processo de avaliação do risco do negócio**

Ao nível do risco do negócio a análise processa-se em quatro categorias, nomeadamente o risco país, o risco do setor, o posicionamento da empresa e a sua rentabilidade, sendo que cada uma delas comporta vários fatores pertinentes na sua apreciação. Contudo, a materialidade de cada fator deve ser apreciada no contexto específico de cada empresa, isto é, não existe um padrão de ponderação dos vários fatores. Logo, para cada caso em análise não são necessariamente avaliados cada um dos vários fatores.

#### **Categorias**

##### **Risco país**

O risco país representa um ponto fulcral na determinação de todos os *ratings* das empresas de um dado país, no sentido em que a situação política e socioeconómica do mesmo (*stress* soberano) poderá ter impacto direto ou indireto sobre a solvabilidade/credibilidade da empresa.

No entanto, apesar do *rating* soberano sugerir o grau de risco a que as entidades locais estão expostas, não consegue captar totalmente o risco implícito/aplicável ao setor privado. Como tal, na atribuição de *rating* a uma empresa é necessário ter em conta,

para além do *rating* soberano, os riscos específicos (económicos e do país) que poderão afetar a solvabilidade/credibilidade da empresa. Estes riscos refletem o efeito das políticas ou outros fatores de risco do país, ao nível financeiro e do negócio da empresa e da sua capacidade em isolar-se desses mesmos riscos.

As restrições de transferência e conversão de moeda, as limitações na repatriação de lucros de capital estrangeiro e regimes de tributação onerosa, constituem fatores condicionantes que justificam a consideração do risco país como um elemento crítico da análise do risco de crédito da empresa.

Neste contexto, pode ser esperado um risco país mais elevado nos países que apresentam uma tendência ou potencial para instabilidade a nível político, económico e social.

### **Risco do setor**

O risco de um setor pode ser considerado como o risco de crédito esperado num determinado setor/indústria e dado, por exemplo, por uma média dos diversos graus de risco de crédito de uma amostra das empresas desse setor.

Para definir o grau de risco de crédito de uma empresa de um determinado setor convém efetuar uma análise comparativa com o risco de crédito de uma empresa de um setor diferente, na medida em que, apesar dos fatores através dos quais o risco dos setores é mensurado sejam os mesmos ou semelhantes, os efeitos que cada um desses fatores apresenta no risco de crédito variam de setor para setor.

As características do setor onde uma empresa atua estão intrinsecamente ligadas ao seu perfil de risco de negócio e financeiro (intensidade de capital, retorno dos investimentos). Note-se, no entanto, que apesar das semelhanças ao nível das características e necessidades de financiamento das empresas, que são criadas pela

dinâmica do setor em que se inserem, os seus perfis de risco financeiro poderão variar significativamente.

Na prática, quanto menor for o risco do setor, maior será o potencial do *rating* das empresas desse setor. No entanto, como será demonstrado neste estudo, um risco de setor elevado poderá não condicionar automaticamente o *rating* da empresa, se bem que será difícil para uma empresa de um setor com estas características manter estabilidade tanto ao nível financeiro como ao nível da geração de *cash flows*. Note-se que a estabilidade dos *cash flows* está associada normalmente a bons *ratings*.

Na avaliação do risco do setor estão compreendidos os seguintes aspetos:

- Oportunidades / pontos fortes do setor;
- Riscos / condicionantes do setor.

Depois de determinados os aspetos referidos anteriormente, a análise do risco de crédito entra numa outra fase - a análise específica da empresa – dividida em duas partes: análise do posicionamento da empresa e da sua rendibilidade.

### **Posicionamento da empresa**

A avaliação do posicionamento de uma empresa irá depender do setor em que essa empresa atua, como será evidenciado ao longo do presente estudo, uma vez que cada setor apresenta características próprias, um meio envolvente diferente (Sotomayor *et al.*, 2013) e outros fatores determinantes para o seu posicionamento competitivo.

### **Rendibilidade**

O potencial para gerar lucros é um fator determinante para garantir o financiamento/crédito (*credit protection*), isto é, uma empresa que consegue gerar maiores retornos e margens operacionais possui uma maior capacidade para gerar

capitais próprios, captar capitais alheios, e uma maior resiliência face às adversidades do negócio, independentemente do setor onde atua.

Na maior parte dos casos, a rentabilidade de uma empresa é representativa da sua capacidade e saúde financeira, bem como do seu posicionamento competitivo.

Depois da apreciação das categorias supra referidas, é determinado (no *overall*) um nível de risco de negócio, que segundo a S&P é designado como excelente, forte, satisfatório, razoável, fraco, ou vulnerável.

#### **2.2.1.2 - Processo de avaliação do risco financeiro**

Após a avaliação do risco de negócio, é realizada a análise do risco financeiro, cuja determinação é feita essencialmente por meios quantitativos, através da análise de indicadores e rácios financeiros. Nesta análise são consideradas cinco categorias, designadamente as características contabilísticas, políticas de gestão financeira, adequação do *cash flow* gerado, estrutura de capitais e liquidez.

##### **Características contabilísticas**

Através da recolha de informação por via de relatórios e contas, anexos e certificações legais de contas, é feita uma “revisão” das características contabilísticas, de forma a aferir se os rácios e indicadores calculados com base na mesma traduzem adequadamente a *performance* da empresa. Este facto é importante para que seja percecionada a qualidade, transparência e fiabilidade da informação reportada.

Adicionalmente, são realizados ajustamentos à informação reportada, por exemplo ao nível do passivo financeiro, pela incorporação de responsabilidades que a empresa possa ter mas que não estão refletidas adequadamente, como por exemplo responsabilidades com *leasing* operacional, *factoring*, empréstimos de acionistas remunerados e com prazo de reembolso. Neste sentido o processo de apuramento do risco financeiro de uma

empresa deverá basear-se, sempre que possível, em indicadores financeiros ajustados, de forma a que seja obtida uma imagem mais realista e transparente da posição financeira da empresa e de eventuais riscos que caso contrário não seriam ponderados.

### **Políticas de gestão financeira**

As políticas de gestão financeira constituem um dos pontos críticos na análise do perfil de risco financeiro de uma empresa, na medida em que é necessário perceber até que ponto a administração pretende ou consegue manter um equilíbrio entre os interesses dos seus acionistas (focados na distribuição de dividendos, possibilitada pelo crescimento dos negócios através de investimentos e aquisições) e os interesses dos seus credores (que estão focados no reembolso do serviço da dívida, o qual é possibilitado pela geração de fluxos de caixa). Deste modo é fulcral compreender qual o compromisso da administração da empresa para redução da dívida financeira e se os seus *cash flows* e outras fontes de financiamento líquidas se encontram sobrecarregados pelo serviço da dívida contratado.

Saliente-se que uma estrutura acionista composta por particulares, nomeadamente um indivíduo ou uma família (isto é, não dispersa em bolsa total ou parcialmente), poderá limitar a capacidade de uma empresa conseguir angariar fundos para o financiamento das suas atividades, através da venda de ações.

Usualmente, as políticas financeiras determinam se a empresa apresenta ou não uma estrutura de capitais excessivamente alavancada e, consequentemente, qual a sua capacidade para realizar investimentos estratégicos (incluindo aquisições) e para absorver desenvolvimentos negativos inesperados e/ou inevitáveis no setor/países onde atua. Naturalmente, uma empresa com um balanço robusto e com capacidade de crédito



estará melhor posicionada para suportar as problemáticas supracitadas e para obter vantagens sobre os seus concorrentes.

Note-se que políticas financeiras agressivas (com pouca aversão ao risco por parte da administração) poderão contribuir negativamente para o cálculo do *rating*, anulando o efeito positivo de rácios financeiros confortáveis.

Contudo, na ótica da empresa como credora convém levar em consideração, segundo Carvalho (2009 p.75), que “[o] setor económico em que o credor se insere é determinante, na medida em que o crédito concedido desempenha nalguns setores um papel estratégico e fundamental...se uma política de crédito demasiado liberal face á concorrência se traduz em perdas de recebimentos, ou deterioração destes face ao potencial oferecido pelo mercado, também critérios demasiado restritivos implicarão oportunidades válidas de negócio que não se concretizam”.

#### **Adequação do *cash flow* gerado**

Note-se que a rentabilidade de uma empresa está geralmente relacionada com a sua capacidade de geração de *cash flows*. Contudo, há que ter em conta que os *cash flows* são afetados por vários movimentos contabilísticos e outras operações que não afetam a rentabilidade.

Deste modo a análise dos *cash flows* é, provavelmente, a fase mais determinante na avaliação do risco de crédito de uma empresa, uma vez que o seu padrão/tendência de evolução pode revelar uma maior ou menor capacidade para fazer face ao serviço da dívida, comparativamente ao que pode ser concluído a partir da análise dos lucros.

A geração de um *cash flow* positivo garante que a empresa está a gerir as suas operações e crescimento orgânico com recurso aos seus fluxos de tesouraria gerados.

Através da utilização de rácios que fazem uma relação entre os fluxos de caixa com o passivo financeiro e o serviço da dívida, será possível verificar se a empresa apresenta um grau de endividamento excessivo face à sua capacidade de geração de *cash flows*, ou se o seu *cash flow* gerado é adequado para cobrir a dívida financeira e respetivos encargos. Adicionalmente, importa salientar que uma vez que existem requisitos de dinheiro para outros fins que não o pagamento da dívida (por exemplo, investimentos em *capex*), a utilização dos rácios facultará uma maior perceção de, até que ponto, esses requisitos permitirão a existência de dinheiro disponível para o serviço da dívida, ou se tendem a conduzir a maiores necessidades de crédito.

### **Estrutura de capitais**

A avaliação da estrutura de capitais irá fornecer uma perceção do grau de alavancagem da empresa, nomeadamente da proporção de capital alheio que a empresa utiliza para financiar a sua atividade, o que possibilitará a deteção de eventuais desequilíbrios ao nível financeiro.

Mesmo assim há que ter em conta que o nível de alavancagem da empresa nem sempre terá de ser reduzido para que seja obtido um bom *rating*. De facto, são os ativos de uma empresa e os respetivos *cash flows* que irão determinar qual o grau de alavancagem adequado para um determinado *rating*, ou seja, ativos com elevada liquidez e que geram avultados *cash flows* poderão justificar um *rating* superior, não obstante um maior grau de endividamento (face a ativos com fraca geração de *cash flows* e baixo valor de mercado/baixa liquidez).

Através da análise da estrutura de capitais será possível verificar quanto risco financeiro a administração da empresa está disposta a suportar, já que é esta que controla a forma

como a empresa é financiada e, regra geral, quanto maior o uso de dívida maior será o risco para todos os seus credores.

### **Liquidez**

Ao evidenciar “a capacidade da empresa solver os seus compromissos de curto prazo” (Carvalho & Magalhães, 2005 p.154), a liquidez assume logicamente grande importância na definição do seu perfil de risco financeiro, na medida em que evidencia o grau de suscetibilidade da empresa a alterações repentinas e inesperadas nas condições e envolvente de mercado.

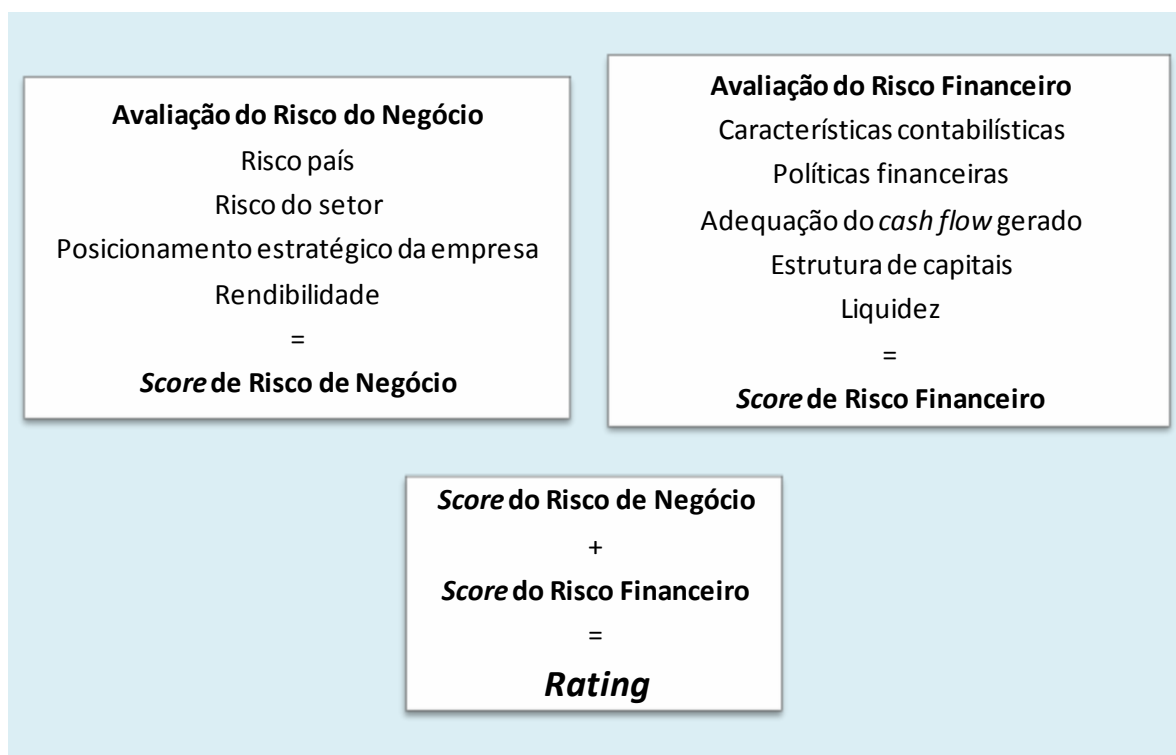
De início, a análise da liquidez deverá considerar o dinheiro imediatamente disponível (caixa e depósitos bancários), bem como o *cash flow* operacional gerado, sendo de seguida consideradas as restantes origens e aplicações de recursos de curto prazo que poderão conduzir a *inflows* ou *outflows* de dinheiro sob determinadas circunstâncias e cenários. Saliente-se que as empresas, mediante a sua natureza e ciclo operacional, poderão gerar importantes *cash flows* através de desinvestimentos em fundo de manio (por exemplo, através do alargamento dos prazos médios de pagamentos a fornecedores, da redução dos prazos médios de recebimentos concedidos aos seus clientes ou da utilização de *factoring*, da liquidação de existências obsoletas/desnecessárias, entre outros). Contudo, é importante referir que estes desinvestimentos, para além de poderem representar apenas uma fonte de *cash flows* temporária, apresentam também desvantagens potenciais, como o envio de sinais expressivos de dificuldades financeiras a fornecedores e clientes.

As modalidades de financiamento à disposição da empresa, incluindo a sua capacidade para recorrer aos mercados de capitais, também são consideradas na análise da liquidez, por via da apreciação de alguns fatores como datas de vencimento, montantes

disponíveis e utilizados (atuais e esperados), *covenants* financeiros, qualidade da instituição bancária e grau de suporte por esta atribuído. Note-se que estes fatores influenciam o risco de refinanciamento da empresa, sendo ainda representativos das responsabilidades que a mesma apresenta no curto prazo.

Finda a apreciação das categorias anteriormente indicadas torna-se possível a determinação de um perfil de risco financeiro, que segundo a S&P pode ser considerado como mínimo, moderado, intermédio, significativo, agressivo ou bastante alavancado. A ponderação do perfil de risco de negócio e do perfil de risco financeiro irá então corresponder a uma determinada notação de *rating* representativa de um determinado risco de crédito. Na figura seguinte são resumidas as etapas do processo de atribuição de *rating*.

Figura 1 - Processo de atribuição de *rating*



Fonte: Adaptado de S&P (2009)

## Capítulo 3 – Metodologia S&P aplicada a diferentes setores de atividade

### 3.1 – Setor metalúrgico e siderúrgico

O setor da metalurgia e siderurgia ocupa uma posição estratégica na economia global, já que o seu *output* corresponde a *commodities* importantes (aço, ferro, cobre, alumínio, titânio, níquel) fortemente negociadas e transacionadas, cuja disponibilidade é necessária para o desenvolvimento económico mundial. Contudo, a introdução de novas tecnologias e produtores (particularmente a China) conduziu a um aumento da volatilidade da indústria/setor. Os preços flutuam, a indústria está vulnerável ao excesso de oferta, e a estrutura de custos incentiva a competitividade entre os *players* do setor (guerra de preços) (Madar, 2009).

#### A) Perfil de risco de negócio

##### A1) Fatores macroeconómicos - ligação ao risco país

A importância que a indústria metalúrgica assumiu e mantém até à atualidade, faz dela uma das indústrias mais suscetíveis de interferências políticas e medidas protecionistas, já que se trata de um setor com elevada relevância em termos de criação de emprego, exportações e geração de investimento. De facto, para vários países a importância deste setor justificou a aplicação de sobretaxas<sup>1</sup> aduaneiras, quotas e outras medidas restritivas sobre as importações de metais, como forma de proteger o mercado interno de alegadas práticas de *dumping* por parte de concorrentes externos, normalmente produtores de mercados emergentes, que beneficiam de menores custos ambientais e de mão-de-obra, de regimes regulamentares menos onerosos e baixo consumo *per capita*.

---

<sup>1</sup> [http://www.jornaldenegocios.pt/economia/detalhe/uniao\\_europeia\\_ameacar\\_taxar\\_mais\\_as\\_importacoes\\_chinasas.html](http://www.jornaldenegocios.pt/economia/detalhe/uniao_europeia_ameacar_taxar_mais_as_importacoes_chinasas.html);  
<http://www.publico.pt/economia/noticia/eua-perdem-bracodeferro-com-ue-1174835>;  
<http://www.publico.pt/economia/noticia/bush-anuncia-tarifas-aduaneiras-e-quotas-a-importacoes-de-a-co-70076>;  
<http://oglobo.globo.com/economia/contr-china-tarifa-de-importacao-subira-4293513>;  
<http://www.publico.pt/economia/noticia/sector-metalurgico-e-o-que-mais-investe-em-investigacao-em-portugal-1488445>

Neste contexto têm sido verificadas alterações nos padrões de produção e de consumo de metais, tendencialmente de regiões de alto custo como Estados Unidos da América (EUA) e União Europeia (UE), para mercados em grande crescimento e de baixo custo como é o caso da China. De facto, é verificado um investimento crescente por parte dos produtores de mercados desenvolvidos nos mercados emergentes, que buscam deste modo uma maior facilidade de acesso a matérias-primas, o alargamento da base de clientes (mercado) e, sobretudo, a redução custos.

Refira-se, porém, que os produtores em/de países emergentes enfrentam naturalmente um risco país superior ao aplicável aos produtores de mercados desenvolvidos.

A expansão de empresas metalúrgicas de mercados desenvolvidos para mercados emergentes acarreta, numa fase inicial, potenciais riscos de construção, operação e de financiamento.

## **A2) Risco do setor**

As características da indústria metalúrgica levam a que as empresas do setor apresentem um risco de crédito bastante peculiar, cuja avaliação deverá ter em conta fatores específicos, como a posição que a empresa detém no mercado, a sua estrutura de custos, a qualidade dos seus ativos, o nível de diversificação da produção, tecnologia empregue, estratégias de crescimento e a experiência da administração.

A observação/análise destes fatores irá evidenciar o nível de exposição da empresa às características do setor que contribuem para o enfraquecimento do seu perfil de risco de negócio, nomeadamente:

- A ciclicidade inevitável associada aos seguintes aspetos: i) ao facto de uma porção significativa dos metais produzidos (aço, alumínio, cobre e outros) se destinar a ser utilizada como matéria-prima em setores instáveis (construção,

automóvel); ii) ao grau de maturidade do mercado, na medida em que um mercado desenvolvido será cíclico e com menor potencial de crescimento; e, sobretudo, iii) à volatilidade dos preços, justificada por desequilíbrios entre a oferta e procura de metais - elevada elasticidade da procura face a uma baixa elasticidade da oferta (Frank & Bernanke, 2003);

- A elevada intensidade de capital e alavancagem associadas ao financiamento dos investimentos necessários para a manutenção dos equipamentos de fabrico, para aumentos de capacidade produtiva e, sobretudo, para o desenvolvimento/construção de novas instalações de produção;
- A elevada concorrência associada ao facto do *output* da indústria corresponder maioritariamente as *commodities*, o que limita a capacidade de diferenciação dos produtos e a flexibilidade de preços;
- O risco de substituição associado ao facto dos produtos provenientes desta indústria poderem ser substituídos entre si (por exemplo, alumínio – aço) ou por outros materiais (por exemplo, cobre – fibra ótica).

Face às características enunciadas convém portanto reforçar que o risco de crédito das empresas desta indústria está fundamentalmente correlacionado com os desequilíbrios entre a oferta e a procura, próprios do setor da metalurgia e siderurgia, que conduzem a uma enorme volatilidade dos preços dos metais. Este facto é determinante, pois a *performance* operacional das metalúrgicas está bastante dependente da sua capacidade de competir via preço, uma vez que sendo (maioritariamente) produtoras de *commodities* encontram-se condicionadas na obtenção de ganhos através da diversificação de produtos. Adicionalmente, o tipo de indústria carece de constantes

investimentos em *capex*, cujo retorno não é de todo imediato, exigindo normalmente horizontes de longo prazo para se materializar.

Estas problemáticas constituem normalmente a justificação das grandes variações do desempenho das empresas ao longo de diversos ciclos de negócio, sendo que esta instabilidade acaba por traduzir um risco, da perspetiva de crédito, superior ao verificado em outros setores.

Segundo a S&P os fatores que afetam a indústria de metais a nível mundial e são importantes para a compreensão do ambiente, das perspetivas de crescimento e de geração de *cash flows*, bem como os desafios e os riscos da indústria estão patentes na tabela 1.

Tabela 1 - Oportunidades/pontos fortes e riscos/condicionantes do setor metalúrgico

Oportunidades / pontos fortes do setor	Riscos / condicionantes do setor
<ul style="list-style-type: none"> <li>· Matérias-primas críticas necessárias na economia global, especialmente nos setores industriais;</li> <li>· Crescimento da procura global de longo prazo devido à industrialização de grandes países emergentes ou em desenvolvimento;</li> <li>· A existência de barreiras à entrada, em resultado dos elevados custos (investimentos de capital) inerentes à construção de fábricas e fundições siderúrgicas;</li> <li>· Maior consolidação a nível global e regional, o que levou a uma melhor disciplina de abastecimento;</li> <li>· Tendência para o desenvolvimento de produtos especializados/específicos de maior margem;</li> <li>· Envelhecimento dos transportes e das infra-estruturas civis, nos mercados desenvolvidos;</li> <li>· Melhoria da capacidade de produção eficiente nos últimos anos;</li> <li>· Vastas reservas mundiais de minério de ferro,</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· A volatilidade dos preços conduzida por mudanças na dinâmica da oferta e procura;</li> <li>· Mercados desenvolvidos têm um potencial de crescimento da procura limitado;</li> <li>· Altamente "commoditizada", especialmente a indústria não especializada;</li> <li>· Intensa pressão da concorrência no preço, custo e inovação;</li> <li>· Elevada necessidade de investimentos de capital para permanecer competitiva ao nível dos custos;</li> <li>· Substituição e minimização, com uma tendência de redução do teor de metais;</li> <li>· Elevado grau de alavancagem e custos fixos elevados;</li> <li>· Risco de excesso de oferta nos períodos de preços baixos;</li> <li>· Volatilidade dos preços da matéria-prima e da energia;</li> <li>· A crescente complexidade ao nível da</li> </ul>



carvão de coque e calcário (para o aço) e <i>bauxite</i> (para alumínio).	engenharia, tecnologia e produção, para se manterem competitivas; · Lentidão no arranque de novas fábricas/capacidade; · Práticas de <i>dumping</i> e outras violações competitivas no setor, e as taxas de câmbio voláteis; · Interferência do governo via subsídios, tarifas de importação, quotas de importação e controlo dos preços domésticos; · O aumento dos custos legais (regulação), ambientais e de segurança; · Encargos com pensões e saúde podem ser significativos.
---	--

Fonte: Adaptado de S&P (2009b)

### A3) Posicionamento estratégico

A S&P considera ainda os seguintes fatores, como os principais contribuintes para o sucesso dos negócios na indústria de metais, designadamente:

- Posição de baixo custo;
- Instalações de produção de qualidade;
- Operações flexíveis e eficientes, com boa capacidade para gerir a estrutura de custos e economias de escala;
- Posicionamento em produtos de valor acrescentado com maior margem;
- Diversidade da base de clientes, da gama de produtos, dos mercados finais e das instalações operacionais;
- Habilidade de operar perto da capacidade máxima, com um baixo registo de quebra;
- Elevada qualidade dos produtos;
- Relacionamento próximo com os clientes;

- Sistemas de produção flexíveis, produzindo vários produtos numa única linha de produção;
- Várias instalações de acabamento;
- Baixo custo de encargos com pensões, saúde e meio ambiente;
- Recursos financeiros e empenho estratégico para modernizar as instalações;
- Para os produtores de aço integrados, o acesso a fontes de baixo custo de minério de ferro, coque e calcário;
- Para os produtores de aço “reciclado”, o acesso a sucata ou substitutos de sucata de alta qualidade;
- Para os produtores de alumínio, acesso a fontes de baixo custo de *bauxite* e alumina;
- Proximidade dos clientes, com baixos custos de transporte;
- Administração da empresa com experiência em operações, desenvolvimento de novas instalações e aquisições; e
- Projetos, engenharia, construção e recursos tecnológicos complexos.

No que diz respeito à avaliação do posicionamento competitivo de uma empresa no setor metalúrgico deverá ser ponderado:

- Posicionamento no mercado - quota de mercado / dimensão do mercado / *mix* de *commodities* produzidas / dimensão e tipo de empresa (nicho, grau de especialização, produtos de valor acrescentado, economias de escala, estabilização de preços) / tecnologia;
- Diversificação (como forma de mitigação da volatilidade dos preços dos metais e da exposição à ciclicidade inerente às *commodities*) – por produtos / mercados geográficos / operações / base de clientes / mercados finais / ativos produtivos;

- Estrutura de custos e eficiência operacional – custo de acesso a matérias-primas / manutenção e eficiência das instalações de fabrico / transporte / grau de integração vertical (apesar de aumentar as necessidades de *capex*) / energia / proximidade dos clientes / natureza dos custos (fixos, variáveis) / custo de produção em função do valor acrescentado ao produto;
- Gestão – capacidade de execução e expansão do negócio (por exemplo, aquisições) / mitigação de riscos (financeiros ou do negócio) / eficiência e eficácia na alocação de capital / credibilidade e exequibilidade dos planos e projetos / experiência / flexibilidade de resposta a alterações na envolvente de mercado.

#### **A4) Rendibilidade**

As rendibilidades operacionais das empresas metalúrgicas tendem a registar grandes oscilações<sup>2</sup> em função da volatilidade dos preços dos metais, que, saliente-se, para além de voláteis são extremamente complexos de prever devido à instabilidade existente entre a oferta e a procura dos metais.

### **B) Perfil de risco financeiro**

#### **B1) Políticas financeiras**

As empresas metalúrgicas deverão apresentar políticas financeiras conservadoras e rácios financeiros confortáveis, de modo a garantirem que apesar da volatilidade e ciclicidade do setor, conseguem manter-se rentáveis e capazes de gerar *cash flows*, mesmo em fases de queda do setor.

---

<sup>2</sup> através dos ciclos de negócio.

Note-se que a volatilidade e ciclicidade, características do setor, podem conduzir a deteriorações radicais da *performance* operacional e a maiores necessidades de financiamento, por via das oscilações dos preços das *commodities*.

### **B2) Adequação do *cash flow* gerado**

O ciclo em que as empresas metalúrgicas se encontram está profundamente ligado à sua capacidade de geração de *cash flows*. Por exemplo, numa fase inicial do ciclo estas empresas tendem a gerar elevados *cash flows*; contudo, o seu crescimento requer avultados investimentos em *capex*<sup>3</sup> e tempo para realização de novos projetos. Em fases de ascensão, os *cash flows* poderão ser sobrecarregados por aumentos em fundo de maneo, por aquisições dispendiosas e pela distribuição de dividendos. Em fases de declínio, o efeito negativo sobre os *cash flows* gerados poderá ser parcialmente mitigado pelos fluxos libertos através de desinvestimentos em fundo de maneo.

A possibilidade de existência de riscos dissimulados ou pouco evidentes implica que os resultados obtidos através do cálculo destes rácios devam ser cuidadosamente analisados (consultar exemplo 1 em anexo).

### **B3) Estrutura de capitais**

A volatilidade dos lucros, característica das empresas deste setor, exige que seja realizada uma análise rigorosa da tendência seguida pelos rácios de alavancagem.

## **3.2 – Setor da saúde (subsetor dos hospitais privados)**

À semelhança do setor metalúrgico, o setor da saúde é caracterizado por uma elevada competitividade, necessidade de capital e alavancagem, encontrando-se subdividido entre setor privado e setor público. No presente estudo optou-se por não considerar o

---

<sup>3</sup> o que afeta a geração de *Free Cash Flows*.

setor de saúde público, uma vez que seja qual for a *performance* das instituições públicas, o *rating* que lhes será atribuído será sempre o *rating* soberano (Estado), assumindo-se deste modo que o seu risco de crédito é o mesmo que o país apresenta. Neste sentido, a seguinte análise dos perfis de risco de negócio e financeiro correspondem ao setor de saúde privada.

### **A) Perfil de risco de negócio**

Do ponto de vista da procura é benéfico haver uma tendência demográfica de envelhecimento.

#### **A1) Risco do setor**

As instituições médicas encontram-se expostas a características do setor que contribuem para o enfraquecimento do seu perfil de risco de negócio e da sua qualidade de crédito, designadamente as seguintes:

- Risco de reembolso associado ao facto das instituições de saúde estarem dependentes do Estado e de Seguradoras para serem reembolsadas pela maior parte dos serviços prestados;
- Aumento dos créditos de cobrança duvidosa e das imparidades de clientes, associado sobretudo à dificuldade na coleta de franquias de pacientes segurados;
- Redução da procura de serviços de saúde associada à queda do rendimento disponível da generalidade da população (sobretudo pensionistas e desempregados), aos cortes efetuados por entidades patronais em seguros de saúde e ao aumento das franquias aplicadas pelos diversos subsistemas de saúde;

- Elevado grau de endividamento associado ao financiamento de investimentos em *capex* necessários para suportar a atividade operacional da instituição, ao financiamento de aquisições e à distribuição de dividendos aos acionistas.

Face às características enunciadas convém reforçar que o risco de crédito das instituições do setor da saúde está diretamente ligado à sua elevada necessidade de capital, o que geralmente conduz a que as mesmas apresentem estruturas de capitais bastante alavancadas. Note-se que o Estado, as seguradoras e os subsistemas de saúde, como responsáveis pela maior parte dos reembolsos pelos serviços prestados por estas instituições, tendem a pressionar o setor com vista à redução dos custos dos cuidados de saúde (fixação de preços dos serviços e limites) o que nem sempre é possível, resultando na erosão das margens e deterioração da *performance* das instituições de saúde. Este facto exige um aumento da eficiência na gestão das instituições de saúde, bem como a consolidação do setor (*joint-ventures*, parcerias), tendo como fim a obtenção de um maior poder de compra e de negociação com fornecedores, com vista a aumentar a competitividade face ao setor público (que oferece uma gama completa de serviços médicos a preços simbólicos).

Note-se que a influência do Estado no setor privado provém essencialmente do facto de ser o Estado a definir as taxas a que reembolsa os prestadores de serviços, o que constitui um desafio para a gestão eficiente e para o bom desempenho operacional das instituições, visto que grande parte das suas receitas são provenientes do Estado, pelo que se as mesmas não apresentarem a capacidade para prestar serviços com baixo custo<sup>4</sup> irão registar perdas.

---

<sup>4</sup> abaixo dos níveis de reembolso do Estado.

Alguns dos fatores que afetam o setor da saúde e são importantes para a compreensão do ambiente, das perspectivas de crescimento e de geração de *cash flows*, bem como os seus desafios e os riscos estão evidenciados na tabela 2.

Tabela 2 - Oportunidades/pontos fortes e riscos/condicionantes do setor da saúde

Oportunidades / pontos fortes do setor	Riscos / condicionantes do setor
<ul style="list-style-type: none"><li>· A crescente procura de tratamento médico pela população envelhecida (envelhecimento da população);</li><li>· Aumento do número de pessoas abrangidas por seguros de saúde;</li><li>· Desenvolvimento através da constituição de parcerias público-privadas, da expansão da rede de cuidados continuados;</li><li>· Aumento na incidência de obesidade e diabetes, que conduz a numerosas complicações de saúde;</li><li>· Os avanços da tecnologia que resultam em produtos/tratamentos para doenças anteriormente incuráveis e novos usos para os produtos e serviços existentes.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>· Os constantes e rápidos avanços médicos e tecnológicos conduzem ao aumento dos custos dos cuidados de saúde;</li><li>· Risco de reembolso: os hospitais e outras instituições dependem do reembolso por parte dos governos e seguradoras;</li><li>· Presença de alguma desconfiança em relação ao setor privado;</li><li>· Dificuldades na aprovação de regulação, inspeção e de processos de <i>compliance</i>.</li></ul>

Fonte: Adaptado de S&P (2009a)

## A2) Posicionamento estratégico

A S&P considera ainda os seguintes fatores, como os principais contribuintes para o sucesso dos negócios no setor da saúde:

- Foco no controlo de custos / eficiência operacional;
- Contratação e retenção de trabalhadores eficazes;
- Gestão das dívidas de cobrança duvidosa;

- Gestão do *mix* de pacientes;
- Forte reputação ao nível do serviço e da experiência;
- Níveis de endividamento e políticas financeiras prudentes.

No que diz respeito à avaliação do posicionamento competitivo de uma instituição no setor da saúde deverão ser ponderados os seguintes fatores:

- Dimensão da instituição e diversificação – dimensão e diversificação do *portfolio* de instalações (como forma de diminuição da exposição a tendências económicas negativas, a uma quantidade restrita de clientes e a concorrentes locais);
- Estrutura de custos e eficiência operacional – capacidade de redução de custos operacionais para aumentar a competitividade, sem por em causa a qualidade do serviço;
- Estatísticas operacionais – número de atos médicos / número de consultas / níveis de ocupação / número de internamentos / tempo médio de permanência dos pacientes / consultas / receita por atendimento / *mix* da receita do paciente (ADSE, SAMS, Advance Care);
- Materiais utilizados – material de alto custo (peso sobre os orçamentos de funcionamento do hospital) / tecnologia médica / eficiência dos fornecimentos / evolução dos custos dos materiais (em relação às receitas operacionais);
- Força de trabalho – salários (peso sobre as receitas) / eficiência das equipas (técnicos e médicos) / experiência;
- Gestão – estratégias / capacidade de gerir e expandir o negócio com eficiência (fusões, aquisições) / capacidade de mitigação de riscos (financeiros ou do



negócio) / grau de aversão ao risco / credibilidade da estratégia / experiência / adequação das políticas financeiras.

### **A3) Rendibilidade**

A capacidade de gerar lucros de forma sustentável é fundamental para que as instituições de saúde privada possam garantir o financiamento quer da sua atividade, quer de outros investimentos e manter-se competitivas. Note-se, no entanto, que para que isto seja possível a instituição deverá operar de forma eficiente; caso contrário a pressão sobre os custos dos cuidados de saúde poderá gerar perdas de flexibilidade na negociação dos contratos de preços com subsistemas e seguradoras, afetando a sua *performance* operacional e rendibilidade.

## **B) Perfil de Risco Financeiro**

### **B1) Adequação do *cash flow* gerado**

Deverá ser considerada a capacidade que as instituições de saúde apresentam para gerar um *cash flow* operacional suficiente para cobrir as suas necessidades de investimento em *capex*, e, sobretudo, o serviço da dívida. Note-se que no longo prazo a redução do investimento em *capex* não é viável, uma vez que pode afetar a competitividade da instituição e, conseqüentemente, a sua capacidade de geração de *cash flows*.

## **3.3 – Setor do retalho alimentar e especializado**

O setor do retalho é caracterizado por uma elevada competitividade, intensidade de capital e empréstimos, em resultado das necessidades de investimento em *capex*, por exemplo, com vista à expansão geográfica para impulsionar vendas e obter vantagens competitivas.

## **A) Perfil de risco de negócio**

### **A1) Risco do setor**

As empresas retalhistas encontram-se expostas a características do setor que contribuem para o enfraquecimento do seu perfil de risco de negócio e da sua qualidade de crédito, designadamente as seguintes:

- Suscetibilidade à volatilidade da procura (devido aos ciclos económicos e de produto);
- Contração de margens operacionais devido à crescente “commoditização” de muitos dos seus produtos comercializados;
- Elevada concorrência;
- Intensidade de capital e alavancagem;
- Excesso de oferta;
- Dependência do poder de compra dos consumidores (cada vez menor devido ao sobre endividamento das famílias, o que implica que muitas vezes seja atribuído crédito aos clientes como forma de manter ou aumentar o volume de negócios).

Nos países desenvolvidos o setor do retalho encontra-se numa fase de maturidade, tanto ao nível económico como demográfico, o que tem justificado a sua consolidação e crescimento sofrível. Neste sentido saliente-se que numa fase inicial, a consolidação do setor poderá exacerbar a competição de preços entre empresas que passam a beneficiar de economias de escala por via da consolidação, e os restantes concorrentes. Contudo, a longo prazo, a concentração tende a reduzir a competição de preços devido à existência de menos *players* no mercado. Ao nível dos consumidores, uma redução dos preços demonstra-se um aspeto bastante positivo. No entanto, para as empresas o mesmo facto

poderá traduzir-se numa erosão dos seus lucros e da capacidade de cobertura da dívida (consultar nota 1 em anexo).

Nos países em desenvolvimento, o crescimento económico e demográfico, assim como a crescente e rápida industrialização, aumentam as perspectivas de crescimento do setor, sendo que nos casos em que é verificado um aumento do rendimento disponível dos consumidores existe uma maior predisposição para a penetração do consumismo típico dos países desenvolvidos.

De referir que o perfil de risco de negócio de uma empresa do setor retalhista irá variar dependendo do subsetor em que opera, da posição competitiva dentro de um subsetor e do segmento de preço praticado.

O setor do retalho é composto por vários subsetores que apresentam perfis idênticos mas com algumas diferenças entre si, podendo, para efeitos de análise, ser agrupados em função das suas características em comum (incluindo a importância dos produtos vendidos), bem como do seu posicionamento competitivo (competição direta pela escolha do cliente). Uma possível forma de agrupamento dos subsetores é a seguinte:

- Hipermercados, supermercados, lojas de *discount*, farmácias, entre outros;
- Retalhistas especializados (eletrónica e eletrodomésticos, livros, vestuário, móveis, entre outros).

A ciclicidade é o principal diferencial entre os subsetores, ou seja, as empresas de retalho alimentar têm uma menor suscetibilidade a ciclos económicos recessivos face a empresas retalhistas de vestuário. No entanto, um fator comum em todos os subsetores é a importância do crescimento do volume de negócios para a sua rentabilidade, devido aos seus avultados custos fixos e necessidades de investimento em *capex* (consultar exemplo 2 em anexo).

Na tabela 3 estão patentes os fatores que, segundo a S&P, afetam o setor de retalho a nível mundial e são importantes para a compreensão do ambiente, das perspetivas de crescimento e de geração de *cash flows*, bem como os respetivos desafios e riscos.

Tabela 3 - Oportunidades/pontos fortes e riscos/condicionantes do setor do retalho

Oportunidades / pontos fortes do setor	Riscos / condicionantes do setor
<ul style="list-style-type: none"> <li>· O papel fulcral do setor do retalho e do consumo na economia;</li> <li>· Rápida industrialização da Ásia (China, Índia, antigos países do bloco soviético) que estimula a procura a nível global, e as oportunidades de crescimento no exterior;</li> <li>· Desenvolvimentos que melhoraram a capacidade de gestão de inventários e de fornecimentos, o que se consubstanciou numa redução de custos, <i>stocks</i> e do “risco de fundo de manio”;</li> <li>· Disponibilidade de crédito ao consumidor nos mercados desenvolvidos, estimulando a procura;</li> <li>· O aparecimento de produtos <i>low cost</i> provenientes de países emergentes aumentou o poder de compra e consequentemente a procura dos consumidores de países desenvolvidos;</li> <li>· Consolidação em vários subsectores (por exemplo, bricolage, eletrónica e livros) possibilita as economias de escala e o fortalecimento do reconhecimento da marca de retalho;</li> <li>· As compras pela <i>internet</i> proporcionam um novo canal de distribuição de alto crescimento para retalhistas tradicionais.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· Intensa concorrência de preços em diversos segmentos de mercado nos países desenvolvidos;</li> <li>· O mercado em fase de maturidade origina uma desaceleração do crescimento da procura em muitos países desenvolvidos;</li> <li>· Variação da procura ligada aos ciclos económicos e de consumo;</li> <li>· Excesso de espaços de retalho em muitos mercados desenvolvidos;</li> <li>· Sazonalidade e risco da moda;</li> <li>· O elevado nível de endividamento dos consumidores de um número crescente de países desenvolvidos irá provavelmente abrandar o crescimento via crédito num futuro previsível – note-se que a expansão do crédito com baixas taxas de juros tem sido um pilar de crescimento do setor de retalho em muitos mercados desenvolvidos nos últimos anos;</li> <li>· O rápido crescimento das compras <i>on-line</i> pode afetar a procura das lojas tradicionais, exacerbando a sobrecapacidade dos espaços de retalho, e minar a posição competitiva dos retalhistas tradicionais que não desenvolveram o seu negócio <i>on-line</i>.</li> </ul>

Fonte: Adaptado de S&P (2008)

## A2) Posicionamento estratégico

A S&P considera ainda os seguintes fatores, como os principais contribuintes para o sucesso dos negócios no setor de retalho:

- Dimensão - quota de mercado e posição fortes;
- A diversidade geográfica dos lucros, a nível regional e/ou internacional;
- Presença nos segmentos, regiões ou mercados de maior crescimento;
- Tamanho e capacidade de atração das lojas (localização, *layout*, e *merchandising*);
- *Franchise* bem estabelecido, com uma forte lealdade à marca do retalhista;
- A eficiência operacional, com sistemas eficazes de gestão da informação, gestão de logística / fornecimentos, gestão das existências e programas de compra eficientes;
- Gama de produtos de marca própria rentáveis;
- Desenvolvimento de fortes capacidades ao nível das compras e dos canais de distribuição;
- Programas de *marketing* eficazes;
- Historial de sucesso no reposicionamento para lidar com mudanças de índole demográfica, tecnológica, competitiva, de modas, de produtos;
- Experiência comprovada na execução de aquisições lucrativas;
- Solidez financeira.

No que diz respeito à avaliação do posicionamento competitivo de uma empresa no setor do retalho deverão ser ponderados os seguintes fatores:

- Quota de mercado – elevadas quotas de mercado permitem que as empresas diluam com maior facilidade os seus custos e beneficiem de maiores economias de escala<sup>5</sup>, aumentando o seu poder negocial com fornecedores;
- Diversificação geográfica – eliminação do impacto de ciclos de negócio que se verifiquem a nível local, regional, nacional ou internacional / crescimento (alcance de uma maior dimensão) / mitigação de riscos;

---

<sup>5</sup> Na produção, distribuição, publicidade e sistemas de informação (face aos concorrentes).

- Estrutura de custos e eficiência operacional – capacidade para suportar os custos fixos inerentes à atividade / capacidade para reduzir custos (via pressão sobre fornecedores, redução de salários, mitigação das perdas em inventários) / manutenção e investimento em tecnologia e sistemas de informação de gestão eficazes (para controlo das operações e gestão de *stocks*, clientes e fornecedores) / capacidade de maximização da eficiência ao nível das compras e *merchandising* / disponibilização de maiores opções de pagamentos aos clientes;
- Gestão de capital – investimento em novas instalações ou nas já existentes (para atrair clientes e aumentar a competitividade);
- Experiência no desenvolvimento e remodelação do património – fator chave na obtenção de vantagens competitivas (dada a importância de um portfólio de imóveis atual no setor);
- Seleção de inventário e *merchandising* – seleção, promoção e publicidade de produtos do agrado do cliente (de forma a permitir o aumento do tráfego de clientes) / introdução de novos produtos e políticas de preços (de forma a aumentar as vendas e a melhorar a imagem da empresa);
- Gestão – capacidade de gerir e expandir o negócio com eficiência (fusões, aquisições) / capacidade de mitigação de riscos (financeiros ou do negócio) / experiência e sucesso ao nível de: *marketing* e gestão de marca, na maximização de fluxos de caixa, no controlo de custos, na qualidade do serviço ao cliente, na gestão de recursos humanos, de ativos e de projetos, na criação de valor e implementação de preços atrativos / acesso ao capital necessário para criar e manter portfolios de imóveis e gerir os níveis de alavancagem.

**A3) Rendibilidade** – A necessidade dos retalhistas alocarem fundos para financiarem os seus investimentos no negócio (incluindo aquisições) torna a rendibilidade num aspeto chave para a análise do seu risco de crédito.

## **B) Perfil de risco financeiro**

### **B1) Adequação do *cash flow* gerado**

De notar que a capacidade de geração de *cash flows* da empresa poderá estar a ser dissimulada por circunstâncias como a falta de oportunidades de crescimento, que iria requerer a aplicação de fundos (aplicação de *cash*) para o investimento em fundo de maneo e para investimentos em *capex* (consultar exemplo 3 em anexo).

### **B2) Liquidez**

Dependendo do subsetor que se está a analisar, as necessidades de fundo de maneo poderão ser maiores ou menores. De facto, as existências constituem o principal aspeto a ter em conta na avaliação das necessidades de fundo de maneo e, consequentemente, das necessidades de financiamento no curto prazo (por exemplo, a acumulação de *stocks* em períodos festivos, ou seja, em picos sazonais).

Adicionalmente, as operações de crédito a clientes por via de cartões de crédito, poderão representar/originar exigências de fundos.

De seguida é apresentada uma tabela que reúne alguns dos fatores mais importantes a considerar na avaliação do risco de crédito da maioria das empresas/indústrias, e o efeito que os mesmos apresentam nos setores que estão a ser analisados neste estudo:

Tabela 4 – *Drivers* do risco de crédito

Fatores da Indústria	Sensibilidade Setor		
	Metalúrgico	Saúde	Retalho
Exposição a Ciclos Económicos	A	M	M/A
Barreiras à Entrada (facilidade de entrada)	M/A	M/A	M/A
Exposição ao Aparecimento de Produtos Substitutos	M/A	M	B
Intensidade da Concorrência e "Commoditização"	A	A	A
Flexibilidade de Preços ( <i>Pricing</i> )	A	M	M/A
Perspetivas de Crescimento	M	M/A	M
Pressão sobre as Margens de Lucro	A	M	A
Volatilidade dos Lucros	A	M/A	M
Exposição a Mudanças Tecnológicas	M/A	M/A	M/B
Pressão sobre a Eficiência em termos de Custos	A	M/A	A
Alavancagem	A	A	A
Sensibilidade a Alterações nos Custos com Energia	A	M	M
Sensibilidade dos Custos com Matérias-Primas	A	M	M/B
Custos com Pessoal	A	A	M/A
Impacto / Custos de Índole Ambiental	A	B	M/B
Custos de Marketing	B	B	M
Concentração de Clientes	M/A	M/A	B
Concentração de Fornecedores	M	B	B
Necessidade de Manutenção/Investimento no Ativo	M/A	M/A	M
Sensibilidade à Volatilidade dos Mercados Financeiros	M	B	M/B
Exposição a Alterações na Preferência dos Consumidores (moda)	B	M/A	A
Intensidade de Capital	A	A	M/A
Necessidades de Financiamento	M	A	M/A
Sensibilidade ao Risco Taxa de Juro	M	M	M
Exposição a Regulação	A	A	B
Exposição a Políticas de Natureza Microeconómica e Social	A	A	M/B
Litigiosidade	B	M	M

Fonte: Adaptado S&amp;P (2008, 2009a, 2009b); Deloitte Consultores S.A. (2011)

Legenda: B - Baixo Risco; M/B -Risco Médio Baixo; M - Risco Médio; M/A - Risco Médio Alto; A - Alto Risco.

À partida, conforme é possível constatar, o setor mais sensível aos fatores apresentados é o setor metalúrgico, evidenciando no *overall* uma exposição superior àquela que é percecionada para o setor da saúde e para o setor de retalho. Naturalmente não é correto considerar que todos os fatores aqui identificados possuem a mesma importância em termos de ponderação do risco final do setor<sup>6</sup>. Contudo, comparando o setor metalúrgico e o setor da saúde com o setor de retalho nota-se claramente uma maior suscetibilidade por parte dos primeiros aos efeitos destes fatores, o que permite concluir que o setor de retalho é aquele que apresenta o menor risco de entre os restantes setores

<sup>6</sup> Geralmente incorporado no processo de atribuição de *rating* através de um *industry anchor* (um *score* representativo do grau de risco do setor).



abordados neste estudo. Saliente-se que os *drivers* de risco de crédito do setor da saúde referem-se ao subsetor dos hospitais privados, tendo sido ajustados de acordo com a realidade portuguesa, uma vez que os dados obtidos inicialmente correspondiam ao panorama verificado nos EUA e, como tal, apresentavam disparidades materialmente relevantes, divergindo da informação do setor que foi apurada para a realização da demonstração prática do presente estudo. Refira-se que os *drivers* de risco de crédito dos setores metalúrgico e de retalho não foram alvo de quaisquer correções, visto que a metodologia da qual os mesmos resultam não é de aplicação específica a um país em concreto, coadunando-se com a informação que foi apurada para a realização da demonstração prática do presente estudo.

## Capítulo 4 – Dados e análise de resultados

Neste capítulo pretende-se demonstrar, na prática, de que forma é que um setor de atividade poderá ter impacto no processo de atribuição de *rating* de uma empresa.

Para a realização de tal demonstração serão apresentados e utilizados os seguintes elementos: i) a matriz de risco de negócio e de risco financeiro; e ii) o quadro de *benchmarks* financeiros, que servem de suporte ao apuramento de uma notação de *rating* segundo a metodologia utilizada pela S&P, nos quais serão aplicados dois exemplos, o primeiro através do recurso a uma situação fictícia e o segundo com recurso a dados reais de empresas dos setores aqui analisados.

Tabela 5 – Matriz do perfil de risco de negócio e de risco financeiro

Perfil de Risco de Negócio	Perfil de Risco Financeiro					
	Mínimo	Moderado	Intermédio	Significativo	Agressivo	Bastante Alavancado
<b>Excelente</b>	AAA / AA+	AA	A	A-	BBB	-
<b>Forte</b>	AA	A	A-	BBB	BB	BB-
<b>Satisfatório</b>	A-	BBB+	BBB	BB+	BB-	B+
<b>Razoável</b>	-	BBB-	BB+	BB	BB-	B
<b>Fraco</b>	-	-	BB	BB-	B+	B-
<b>Vulnerável</b>	-	-	-	B+	B	B- ou abaixo

Fonte: Adaptado S&P (2008, 2012)

A matriz supra exposta permite determinar as diferentes notações de *rating* a aplicar mediante a conjugação de diversos perfis de risco financeiro e de negócio. De salientar o facto de que os *outputs* não deverão ser considerados como um resultado exato, mas sim como o ponto médio de um intervalo onde as notações poderão sofrer variações de um *notch* (quer para um *downgrade* como para um *upgrade*)<sup>7</sup> mediante a situação analisada. Importa contudo reforçar que apesar das notações fornecidas pela matriz não serem completamente precisas, as mesmas representam os resultados típicos da relação entre o perfil de risco de negócio e o perfil de risco financeiro, isto é, o *rating* que deve

<sup>7</sup> Como exemplo de um *downgrade* de um *notch* considera-se a descida de uma notação de *rating* em um nível da escala (consultar anexo 1), ou seja, de BBB para BBB- e vice-versa para um *upgrade* de um *notch*, isto é, de BBB para BBB+.

ser esperado mediante uma determinada combinação e, segundo os quais serão baseados os exemplos a apresentar neste capítulo. Como é evidente, a utilização da matriz exposta na tabela 5 pressupõe a determinação tanto de um perfil de risco de negócio, como de um perfil de risco financeiro. No que respeita à determinação do perfil de risco financeiro, a metodologia já mencionada no capítulo II consiste essencialmente na análise quantitativa de indicadores e rácios os quais são apresentados na tabela seguinte.

Tabela 6 – Quadro de *benchmarks* financeiros

Indicadores/Rácios Considerados	Perfil de Risco Financeiro					
	Mínimo	Moderado	Intermédio	Significativo	Agressivo	Bastante Alavancado
<i>Gearing</i> (%)	< 25	25-35	35-45	45-50	50-60	> 60
Dívida Total / EBITDA (x)	< 1,5	1,5-2	2-3	3-4	4-5	> 5
FFO / Dívida Total (%)	> 60	45-60	30-45	20-30	12-20	< 12

Fonte: Adaptado S&P (2008, 2012)

A utilização da tabela 6 exige o cálculo do indicador de  $Gearing = \frac{Dívida\ total}{Base\ de\ capital}$ , que permite atestar o grau de equilíbrio da estrutura de capitais, bem como o cálculo dos rácios de cobertura Dívida total/EBITDA e FFO/Dívida total, que permitem atestar o grau de cobertura da dívida financeira por parte dos *cash flows* gerados. Neste sentido, os valores obtidos através do cálculo dos referidos indicadores/rácios irão enquadrar-se, segundo a informação fornecida pela tabela 6, num determinado perfil de risco financeiro que será por sua vez utilizado na tabela 5, juntamente com o perfil de risco de negócio, para identificar a notação de *rating* a atribuir.

Neste contexto, vejamos como primeiro exemplo de demonstração do impacto do setor de atividade no processo de atribuição de *rating*, um caso fictício de três empresas, cada uma delas atuando num dos setores analisados no presente estudo, designadamente a empresa “M” atuando no setor metalúrgico, a empresa “S” atuando no setor da saúde (subsetor dos hospitais privados) e a empresa “R” atuando no setor do retalho. Partindo

do pressuposto de que as três empresas apresentam um perfil de risco financeiro “significativo”, então segundo a informação da tabela 5, às mesmas apenas será atribuída uma notação de *rating investment grade* (consultar anexo) caso o seu perfil de risco de negócio seja considerado como “forte”. Sabendo que o risco do setor constitui uma das variáveis mais importantes na avaliação do risco de negócio de uma empresa e mantendo as restantes constantes (análise *ceteris paribus*) é possível concluir com base nas informações obtidas através da tabela 4, que a empresa “R” é das três empresas, aquela que maior probabilidade terá em obter uma notação de *rating* da classe *investment-grade*, uma vez que beneficia do facto do seu setor ser aquele que evidencia um menor risco. Relativamente às restantes empresas, o risco implícito ao setor em que atuam irá apresentar um contributo negativo no apuramento do risco de negócio das mesmas, diminuindo conseqüentemente a probabilidade de apuramento de uma notação de *rating* razoável. Refira-se como reforço à fundamentação supra indicada, o facto de a S&P (2009b) considerar o perfil de risco de negócio do setor metalúrgico como relativamente “fraco”, o que segundo a tabela 5, consubstancia-se com base no exemplo explorado anteriormente, numa notação de *rating non-investment grade* expectável de BB-. Saliente-se que a mesma informação não foi disponibilizada especificamente para os restantes setores abordados.

Para a realização do segundo exemplo foram recolhidos relatórios e contas públicas de três empresas/grupos empresariais nacionais e internacionais de cada um dos setores abordados no presente estudo. Saliente-se que a identidade de cada uma das empresas foi ocultada, assumindo-se para efeitos de identificação as designações “M1” “M2” e

“M3” (exemplo para o setor da metalurgia sendo o mesmo procedimento replicado para os restantes setores com a alteração da primeira inicial para “S” e “R”).

Através da apresentação de dados reais pretende-se, para além da averiguação mais realista do impacto dos diferentes setores de atividade no processo de atribuição de *rating*, disponibilizar uma base de verificação de algumas das características dos setores já enunciadas anteriormente. Note-se que os dados seguidamente apresentados foram lançados, calculados e ajustados pelo autor de acordo com a metodologia que vem sendo utilizada no presente estudo. Adicionalmente, em conformidade com o que já foi referido no capítulo II do presente estudo, os exemplos terão por base apenas a consideração dos indicadores ajustados.

### Setor metalúrgico

Tabela 7 – Indicadores de risco de crédito do setor metalúrgico

Setor Metalúrgico	Empresa M1					Empresa M2				Empresa M3			
INDICADORES DE RISCO DE CRÉDITO	2008	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
Cash Flow Operacional (EBITDA)	136.608	(199.236)	368.690	318.199	169.195	3.656	8.525	9.898	6.493	13.599	12.983	17.309	17.387
Cash Flow Operacional (EBITDA) *	136.608	(199.236)	368.690	318.199	169.195	3.744	8.802	10.346	6.934	13.988	13.306	17.568	17.678
Funds From Operations (FFO)	4.157	(217.375)	283.801	180.519	84.798	1.971	6.100	6.990	4.104	7.516	7.101	10.427	8.376
Funds From Operations (FFO) *	4.157	(217.375)	283.801	180.519	84.798	2.033	6.292	7.307	4.431	7.761	7.303	10.590	8.558
Dívida Total	1.035.172	1.167.512	1.226.664	1.072.226	1.252.878	24.812	26.195	26.418	26.304	94.632	104.573	95.654	86.918
Dívida Total <sup>2</sup> *	1.035.172	1.432.512	1.551.664	1.392.226	1.727.878	25.244	28.587	28.381	28.143	97.048	106.161	97.286	88.905
Capital Próprio	1.944.755	1.635.033	1.778.037	1.720.992	1.568.488	61.084	62.430	56.690	51.723	41.605	45.169	50.094	52.642
Gearing	34,4%	41,7%	40,0%	38,0%	44,4%	28,9%	29,6%	31,8%	33,7%	69,5%	69,8%	65,6%	62,3%
Gearing *	34,4%	46,7%	45,8%	44,4%	52,4%	29,2%	31,4%	33,4%	35,2%	70,0%	70,2%	66,0%	62,8%
Dívida Total / EBITDA	7,6	-5,9	3,3	3,4	7,4	6,8	3,1	2,7	4,1	7,0	8,1	5,5	5,0
Dívida Total / EBITDA *	7,6	-7,2	4,2	4,4	10,2	6,7	3,2	2,7	4,1	6,9	8,0	5,5	5,0
FFO / Dívida Total	0,4%	-18,6%	23,1%	16,8%	6,8%	7,9%	23,3%	26,5%	15,6%	7,9%	6,8%	10,9%	9,6%
FFO / Dívida Total *	0,4%	-15,2%	18,3%	13,0%	4,9%	8,1%	22,0%	25,7%	15,7%	8,0%	6,9%	10,9%	9,6%

<sup>2</sup>Corrigido por factoring

\* Ajustado por responsabilidades com *leasing* operacional

Unidade: m€

Fonte: R&C's

A volatilidade do setor metalúrgico encontra-se claramente refletida ao nível dos indicadores calculados e apresentados na tabela 7 (consultar apêndice 1), pelo que para efeitos de análise optou-se por construir uma nova tabela (ver tabela 8), que expõe os valores médios de três anos desses mesmos dados e indicadores. Este procedimento teve por objetivo realizar um alisamento da volatilidade e, consequentemente, permitir a obtenção de indicadores mais constantes.

Tabela 8 – Quadro de indicadores médios do setor metalúrgico

Cálculo de Médias	Empresa M1			Empresa M2		Empresa M3	
	2008/2010 3 anos	2009/2011 3 anos	2010/2012 3 anos	2009/2011 3 anos	2010/2012 3 anos	2009/2011 3 anos	2010/2012 3 anos
Capital Próprio	1.785.942	1.711.354	1.689.172	60.068	56.948	45.623	49.302
EBITDA	102.021	162.551	285.361	7.360	8.305	14.630	15.893
<b>EBITDA Ajustado *</b>	<b>102.021</b>	<b>162.551</b>	<b>285.361</b>	<b>7.630</b>	<b>8.694</b>	<b>14.954</b>	<b>16.184</b>
Dívida Total	1.143.116	1.155.467	1.183.923	25.808	26.306	98.286	95.715
<b>Dívida Total Ajustada *</b>	<b>1.339.783</b>	<b>1.458.801</b>	<b>1.557.256</b>	<b>27.404</b>	<b>28.370</b>	<b>100.165</b>	<b>97.451</b>
Base de Capital	2.957.792	2.895.530	2.901.763	85.876	83.253	143.909	145.017
<b>Base de Capital Ajustada *</b>	<b>3.154.458</b>	<b>3.198.863</b>	<b>3.275.097</b>	<b>87.472</b>	<b>85.318</b>	<b>145.788</b>	<b>146.752</b>
FFO	23.528	82.315	183.039	5.020	5.731	8.348	8.635
<b>FFO Ajustado *</b>	<b>23.528</b>	<b>82.315</b>	<b>183.039</b>	<b>5.211</b>	<b>6.010</b>	<b>8.551</b>	<b>8.817</b>
<b>Indicadores/Rácios Considerados</b>							
<i>Gearing</i>	38,6%	39,9%	40,8%	30,1%	31,6%	68,3%	66,0%
<b><i>Gearing Ajustado *</i></b>	<b>42,5%</b>	<b>45,6%</b>	<b>47,5%</b>	<b>31,3%</b>	<b>33,3%</b>	<b>68,7%</b>	<b>66,4%</b>
Dívida Total / EBITDA (x)	11,2	7,1	4,1	3,5	3,2	6,7	6,0
<b>Dívida Total / EBITDA (x) Ajustado *</b>	<b>13,1</b>	<b>9,0</b>	<b>5,5</b>	<b>3,7</b>	<b>3,4</b>	<b>6,8</b>	<b>6,1</b>
FFO / Dívida Total (%)	2,1%	7,1%	15,5%	19,5%	21,8%	8,5%	9,0%
<b>FFO / Dívida Total (%) *</b>	<b>1,8%</b>	<b>5,6%</b>	<b>11,8%</b>	<b>19,0%</b>	<b>21,2%</b>	<b>8,5%</b>	<b>9,0%</b>

Elaboração própria

\* Indicadores ajustados na empresa M1 por responsabilidades com *factoring* e nas empresas M2 e M3 por responsabilidades com *leasing* operacional.

Comparando os valores agora corrigidos e apresentados na tabela 8 face aos valores da tabela 7, constata-se que os mesmos já não apresentam oscilações tão significativas, facto que favorece o rigor na definição de uma notação de *rating* adequada que transmita uma imagem fiel do risco de crédito associado às empresas indicadas.

Ao nível da empresa M1 verifica-se que os seus indicadores indiciam um perfil de risco financeiro que poderá ser considerado, segundo a tabela 6, como “bastante alavancado” ou na melhor das hipóteses como “agressivo”, por efeito positivo do indicador de *gearing* (que é maioritariamente “significativo”). Seguindo o pressuposto de que o perfil de risco financeiro da empresa M1 corresponde a um nível “agressivo”, para que a mesma pudesse obter um *rating* da classe *investment grade*, necessitaria de apresentar um perfil de risco de negócio “excelente”. No entanto, sabendo que o risco de negócio do setor é usualmente considerado como “fraco” a notação que seria esperada segundo a tabela 5 seria um B+. O mesmo efeito negativo do setor poderá ser evidenciado com relevância no caso da empresa M2, que ao apresentar indicadores representativos de um perfil de risco financeiro que poderá ser considerado como “intermédio”, necessitaria apenas de apresentar um risco de negócio “satisfatório” para obter uma notação de

*rating* de BBB. Contudo, condicionada pelo impacto do risco de negócio usualmente associado ao setor (“fraco”) a notação de *rating* esperada para a empresa M2 seria de BB. Quanto ao caso da empresa M3 o seu perfil de risco financeiro “bastante alavancado” inviabiliza a possibilidade de obtenção de um *rating* da classe *investment grade* independentemente do risco de negócio. Neste contexto (por um ponto de vista inverso ao utilizado até agora) o impacto do risco do setor poderá eventualmente ser considerado como positivo por poder neste caso representar a obtenção de um *rating* de B- e não um outro inferior (por exemplo, CCC).

Conforme já foi referido, não foram obtidas informações concretas acerca do perfil de risco de negócio usual dos setores da saúde e do retalho, o que impossibilita uma quantificação do *rating* esperado para as empresas apresentadas seguidamente.

#### Setor Saúde

Tabela 9 – Indicadores de risco de crédito do subsetor de hospitais privados

Setor Saúde	Empresa S1				Empresa S2			Empresa S3		
INDICADORES DE RISCO DE CRÉDITO	2009	2010	2011	2012	2005	2006	2007	2010	2011	2012
Cash Flow Operacional (EBITDA)	27.985	21.934	(1.683)	46.973	3.558	3.842	2.954	2.093	(1.837)	(11.007)
Cash Flow Operacional (EBITDA) *	28.478	22.332	(1.380)	47.276	6.202	6.767	6.222	2.093	(1.837)	(11.007)
Funds From Operations (FFO)	16.571	11.257	(16.424)	29.520	3.076	3.248	2.261	(2.393)	(13.136)	(19.440)
Funds From Operations (FFO) *	16.881	11.507	(16.234)	29.710	4.734	5.083	4.311	(2.393)	(13.136)	(19.440)
Dívida Total	174.145	178.863	220.497	183.689	4.123	2.752	9.836	305.595	301.593	289.507
Dívida Total *	177.209	180.748	222.382	185.573	20.537	22.668	30.509	305.595	301.593	289.507
Capital Próprio	26.852	25.317	11.451	15.223	11.240	16.558	33.886	410.831	407.051	399.811
Gearing	86,6%	87,6%	95,1%	92,3%	22,5%	14,3%	22,5%	42,6%	42,4%	41,9%
Gearing *	86,8%	87,7%	95,1%	92,4%	59,1%	57,8%	47,4%	42,6%	42,4%	41,9%
Dívida Total / EBITDA	6,2	8,2	-131,0	3,9	1,2	0,7	3,3	146,0	-164,2	-26,3
Dívida Total / EBITDA *	6,2	8,1	-161,1	3,9	3,3	3,3	4,9	146,0	-164,2	-26,3
FFO / Dívida Total	9,5%	6,3%	-7,4%	16,1%	74,6%	118,0%	23,0%	-0,8%	-4,4%	-6,7%
FFO / Dívida Total *	9,5%	6,4%	-7,3%	16,0%	23,1%	22,4%	14,1%	-0,8%	-4,4%	-6,7%

\* Ajustado por responsabilidades com *leasing* operacional

Unidade: milhares de euros

Fonte: R&C's

Como é possível confirmar através da análise da tabela 9 (consultar apêndice 2), a generalidade dos indicadores calculados para as três empresas evidenciam um excesso de endividamento face à sua estrutura de capitais, ou face à sua capacidade de geração de *cash flows*, ou face a ambos. No caso da empresa S1 verifica-se a última situação,

isto é, uma proporção de capital alheio que excede, em todo o período analisado, os 85% face à base de capital e, no geral, uma fraca cobertura da dívida por parte dos fluxos gerados, o que se traduz num perfil de risco financeiro “bastante alavancado” (ver tabela 6), pelo que não se poderá esperar a obtenção de um *rating* razoável, independentemente do impacto do risco do setor da saúde (ver tabela 4) no risco de negócio da empresa S1. Quanto à empresa S2 seria de esperar, mediante o ano analisado, que a mesma apresentasse um perfil de risco financeiro entre o “significativo” (2005 e 2006) ou “agressivo” (2007), sendo a sua notação de *rating* condicionada pelo impacto negativo do *industry anchor* da saúde (ver tabela 4) sobre o perfil de risco de negócio. Relativamente à empresa S3 a conclusão acerca do impacto do setor converge para a conclusão aplicável à empresa S1.

#### Setor retalho

Tabela 10 – Indicadores de risco de crédito do setor retalhista

Setor Retalho	Empresa R1				Empresa R2			Empresa R3		
INDICADORES DE RISCO DE CRÉDITO	2009	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Cash Flow Operacional (EBITDA)	524.747	624.160	720.613	761.848	105.500	85.800	41.900	2.607.000	2.497.000	2.625.000
Cash Flow Operacional (EBITDA) *	679.646	786.101	901.459	984.624	210.800	193.250	164.950	3.248.000	3.006.500	3.019.500
Funds From Operations (FFO)	423.306	511.380	606.619	639.255	107.100	80.500	45.600	2.066.000	2.007.000	2.110.000
Funds From Operations (FFO) *	521.215	610.932	715.206	772.826	166.583	137.462	111.173	2.582.695	2.382.894	2.360.489
Dívida Total (Total Debt)	880.856	853.399	740.225	717.071	310.000	349.400	345.900	6.734.000	7.460.000	8.318.000
Dívida Total (Total Debt) *	1.830.687	1.983.178	2.019.088	2.411.697	1.073.614	1.268.722	1.342.470	8.805.757	9.841.764	10.736.618
Capital Próprio (Equity)	778.058	845.106	1.120.861	1.211.531	567.300	569.000	591.000	8.288.000	8.883.000	9.376.000
Gearing	53,1%	50,2%	39,8%	37,2%	34,8%	37,5%	36,4%	44,8%	45,6%	47,0%
Gearing *	70,2%	70,1%	64,3%	66,6%	64,9%	68,6%	69,0%	51,5%	52,6%	53,4%
Dívida Total / EBITDA	1,7	1,4	1,0	0,9	2,9	4,1	8,3	2,6	3,0	3,2
Dívida Total / EBITDA *	2,7	2,5	2,2	2,4	5,1	6,6	8,1	2,7	3,3	3,6
FFO / Dívida Total	48,1%	59,9%	82,0%	89,1%	34,5%	23,0%	13,2%	30,7%	26,9%	25,4%
FFO / Dívida Total *	28,5%	30,8%	35,4%	32,0%	15,5%	10,8%	8,3%	29,3%	24,2%	22,0%

\* Ajustado por *leasing* operacional

Unidade: milhares de euros

Fonte: R&C's

Conforme é demonstrado na tabela 10 (consultar apêndice 3), o recurso a capitais alheios por parte das empresas retalhistas é bastante significativo. No entanto, à exceção da empresa R2, as outras empresas retalhistas apresentam melhores *performances* operacionais em relação às restantes empresas analisadas anteriormente o que se reflete posteriormente ao nível das notações de *rating* obtidas. Através da utilização da tabela 6 conclui-se que os indicadores da empresa R1 são compatíveis com um perfil de risco



financeiro que poderá oscilar entre o “intermédio”, “agressivo” e o “significativo”. Não obstante, as informações da tabela 4 permitem perspetivar um impacto positivo do risco do setor sobre o risco de negócio da empresa e, conseqüentemente, uma maior propensão à obtenção de notações de *rating* de classe *investment grade*. Neste contexto é esperado que o mesmo impacto positivo se materialize ao nível das restantes empresas, embora ao nível da empresa R2 os indicadores obtidos inviabilizem a atribuição de um *rating* da classe *investment grade*. Ao nível da empresa R3 é provável que as notações de *rating* obtidas demonstrem um comportamento alinhado com as verificadas na empresa R1, dado apresentarem perfis de risco financeiro idênticos entre si.

## Capítulo 5 – Conclusões

### 5.1 – Conclusão final

A temática da avaliação do impacto que diferentes setores de atividade apresentam no processo de atribuição de *rating* representa um foco de interesse na gestão do risco de crédito. Sendo o *rating* representativo do grau de risco de crédito de uma empresa, entidade, país, entre outros, o mesmo apresenta um contributo importante no processo de tomada de decisões de investimento, concessão de crédito e relações comerciais.

Segundo a S&P, o processo para determinação do *rating* de uma empresa dependerá da avaliação do seu perfil de risco de negócio e do seu perfil de risco financeiro, sendo que a avaliação de cada um destes perfis encontra-se dependente de diversas variáveis, entre elas o risco associado ao setor de atividade em que a empresa se insere.

O presente estudo pretende dar um contributo para esta linha de pesquisa, demonstrando que o risco associado aos setores da metalurgia e da saúde manifesta um impacto maioritariamente negativo no processo de atribuição de *rating*, enquanto que o risco associado ao setor de retalho, manifesta um impacto maioritariamente positivo.

Neste sentido, considerando, por hipótese, uma instituição bancária a mesma poderá gerir a sua carteira de crédito em função dos setores em que os seus clientes atuam, por exemplo, concedendo uma maior percentagem do seu crédito a empresas de setores com menor risco associado. O mesmo pressuposto poderá ser aplicado noutros contextos nomeadamente: i) a investidores, aquando da sua escolha de aplicações de fundos; ii) a clientes, aquando da sua escolha de fornecedores; e iii) a fornecedores, aquando da definição das políticas financeiras a praticar com o cliente.

Importa porém reforçar que apesar de tendencialmente o setor metalúrgico e o setor da saúde apresentarem um impacto maioritariamente negativo no processo de atribuição de

*rating*, este facto não significa que a notação de *rating* obtida por empresas destes setores tenha necessariamente de ser fraca.

De facto, como foi demonstrado ao longo do estudo, o risco do setor representa apenas uma das diversas variáveis integrantes do processo de atribuição de *rating*, sendo que o seu eventual impacto negativo poderá ser mitigado aquando da ponderação das restantes variáveis. Tal situação justificaria a atribuição de uma notação de *rating* superior a uma empresa metalúrgica face a uma empresa do setor do retalho, que por sua vez beneficia do facto do impacto do seu setor de atividade no processo de atribuição de *rating* ser tendencialmente positivo, ao contrário do que foi evidenciado pelos restantes setores abordados no estudo.

## **5.2 – Contributos do estudo**

Ao nível dos contributos para a teoria, através da utilização e operacionalização da metodologia S&P, o presente estudo contribuiu para reforçar algumas considerações teóricas acerca do impacto que diferentes setores de atividade apresentam no processo de atribuição de *rating*.

Como contributo para a prática empresarial e financeira considera-se que o presente estudo fornece informações relevantes para o processo de tomada de decisão.

## **5.3 – Limitações**

Os resultados obtidos através do presente estudo deverão ser apreciados com alguma prudência, atendendo às limitações que são inerentes ao mesmo.

Em primeiro lugar, note-se que dada a especificidade do tema escolhido para a realização do presente estudo, desconhece-se a existência de outros estudos que abordem as problemáticas aqui especificadas, o que impossibilitou a comparação dos resultados desta investigação com os resultados obtidos em outros estudos.

Por outro lado, a metodologia que foi utilizada (atribuição de *rating*) não deve ser considerada uma ciência exata.

Por fim, a obtenção de dados reais para o setor metalúrgico e para o setor da saúde, designadamente o subsetor dos hospitais privados, constituiu uma limitação devido à escassez de informações públicas e/ou detalhadas, sendo que ao nível do setor metalúrgico foi necessário recorrer a dados de empresas internacionais.

#### **5.4 – Pistas para investigação futura**

Uma possível pista para investigação futura consiste em replicar o presente estudo em outros setores de atividade com o objetivo de obtenção de uma visão mais abrangente do impacto que os mesmos poderão surtir no processo de atribuição de *rating*.

Seria igualmente interessante utilizar uma metodologia diferente, de uma outra agência de notação financeira, para a avaliação do risco de crédito e atribuição de *rating* aos setores analisados no presente estudo, verificando se o padrão observado se mantém.

Uma última pista para investigação futura prende-se com a realização de estudos sobre quais as consequências derivadas de alterações (*upgrade* ou *downgrade*) do *rating* de uma empresa, designadamente ao nível das suas condições de financiamento e da sua *performance* nos mercados financeiros.

## Referências bibliográficas

- Carvalho, C. & Magalhães, G. (2005). *Análise Económico-Financeira de Empresas*, 3ª Ed. Lisboa: Universidade Católica Editora.
- Carvalho, P. (2009). *Fundamentos da Gestão de Crédito*, 1ª Ed. Lisboa: Edições Sílabo.
- Colquitt, J. (2007). *Credit Risk Management, How to Avoid Lending Disasters and Maximize Earnings*, 3ª Ed. New York: McGraw-Hill.
- Deloitte Consultores, S.A. (2011). *Saúde em Análise, Uma Visão para o Futuro* [Em linha]. Disponível em: [http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Portugal/Local%20Assets/Documents/PSLSHC/pt\(pt\)\\_lshc\\_saudeemanalise\\_04022011.pdf](http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Portugal/Local%20Assets/Documents/PSLSHC/pt(pt)_lshc_saudeemanalise_04022011.pdf) [Acesso em: 2013/5/23].
- Deloitte Global Services Limited (2013). *Global Powers of Retailing 2013* [Em linha]. Disponível em: [http://www.deloitte.com/view/pt\\_PT/pt/search/index.htm?searchKeywordsField=retailers&searchKeywordsFieldDefault=Pesquisa&searchBtn.x=5&searchBtn.y=9](http://www.deloitte.com/view/pt_PT/pt/search/index.htm?searchKeywordsField=retailers&searchKeywordsFieldDefault=Pesquisa&searchBtn.x=5&searchBtn.y=9) [Acesso em: 2013/5/23].
- Frank, R. & Bernanke, B. (2003). *Princípios de Economia*, Lisboa: McGraw-Hill.
- Instituto Superior de Gestão Bancária (2006). *Análise Financeira de Bancos*, 11ª Ed.
- Moreau, F. (2003). *Compreender e Gerir os Riscos*, Lisboa: Bertrand Editora.
- Madar, D. (2009). *Big steel: technology, trade, and survival in a global market*, UBS Press.
- Sotomayor, A., Rodrigues, J., Duarte, M. (2013). *Princípios de Gestão das Organizações*, 1ª Ed. Lisboa: Rei dos Livros.
- Standard & Poor's. (2012). *Methodology For Revisions To Standard & Poor's Metals Price Assumptions*.

Standard & Poor's. (2012). *Methodology: Business Risk/Financial Risk Matrix Expanded*.

Standard & Poor's. (2011). *Methodology And Assumptions: Standard & Poor's Revises Key Ratios Used In Global Corporate Ratings Analysis*.

Standard & Poor's. (2010). *Rating Government-Related Entities: Methodology And Assumptions*.

Standard & Poor's. (2009a). *Key Credit Factors: Business And Financial Risks In The U.S. For-Profit Health Care Facilities Industry*.

Standard & Poor's. (2009b). *Key Credit Factors: Methodology And Assumptions On Risks In The Metals Industry*.

Standard & Poor's. (2008). *Key Credit Factors: Business And Financial Risks In The Retail Industry*.

Standard & Poor's. (2008). *Corporate Criteria: Analytical Methodology*.

Standard & Poor's. (2008). *Corporate Criteria: Ratios And Adjustments*.

Fontes online:

<http://www.aeportugal.pt/> - Associação Empresarial de Portugal, Câmara de Comércio e Indústria.

<http://www.aimmap.pt/> - Associação dos Industriais Metalúrgicos e Metalomecânicos e Afins de Portugal.

<http://www.anemm.pt/> - Associação Nacional das Empresas Metalúrgicas e Electromecânicas.

<http://www.aped.pt/> - Associação Portuguesa de Empresas de Distribuição.

<http://www.deloitte.com/> - Deloitte & Associados, SROC, S.A.

<http://www.portaldasaude.pt/porta> - Ministério da Saúde.

Impacto de diferentes setores de atividade no processo de atribuição de *rating*

<http://www.indexmundi.com/> - Index Mundi.

<http://www.standardandpoors.com/> - Standard & Poor's Financial Services LLC.

## **Anexo 1 - Exemplos**

**Exemplo 1:** Uma empresa metalúrgica na fase de maturidade e com rácios confortáveis, poderá apresentar uma boa capacidade de geração de *cash flows*, todavia assente numa situação de estagnação, isto é, na falta de oportunidades de crescimento que iriam por sua vez requerer fundos para a realização de investimentos em *capex* ou em fundo de maneo. Inversamente, um *cash flow* reduzido poderá estar a ser influenciado por investimentos em *capex* com o objetivo de aumentar a capacidade produtiva, facto que contribui para uma melhoria das margens de lucro e da dinâmica de risco de negócio, deste modo justificando o apoio à empresa.

**Nota 1:** Exceção, em pequenos países desenvolvidos onde o setor já se encontra consolidado, o baixo potencial de crescimento devido à reduzida população pode repelir a entrada de novos *players* no mercado.

**Exemplo 2:** Se a necessidade de investimento em lojas novas afetar a manutenção das restantes, a longo prazo poderá ser verificada uma erosão das vendas, em consequência da desatualização/deterioração das lojas.

**Exemplo 3:** Uma empresa com um portfólio de imóveis em fase de maturidade e com margens a tender para a estagnação ou deterioração, que gera fluxos aparentemente confortáveis, ou por outro lado, uma empresa a operar num mercado em crescimento que poderá gerar *cash flows* fracos devido à necessidade de financiar os seus crescentes custos fixos e necessidades de fundo de maneo e investimentos que permitam aperfeiçoar as margens de lucro e a redução do risco de negócio.



**Anexo 2 - Escala S&P**

<b>S&amp;P</b>	<b>Comentário</b>	
AAA	<i>Prime. Segurança máxima</i>	<b><i>Investment grade</i></b>
AA+	<i>High grade. Alta qualidade</i>	
AA		
AA-		
A+	<i>Upper medium grade</i>	
A		
A-		
BBB+	<i>Lower medium grade</i>	
BBB		
BBB-		
BB+		<b><i>Non-investment grade</i></b>
BB	<i>Speculative</i>	
BB-		
B+	<i>Highly speculative</i>	
B		
B-		
CCC+	Risco substancial	
CCC		
CCC-		
CC		
C		
D	<i>Default</i>	

Fonte: Adaptado Colquitt (2007)

## Apêndice 1 – Quadro de indicadores do risco de crédito do setor metalúrgico

Setor Metalúrgico		Empresa M1			Empresa M2			Empresa M3		
Indicadores de Risco de Crédito		2008	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
Vendas e Serviços Prestados		5.050.571	2.993.409	4.500.467	4.672.244	4.554.688	61.021	78.025	93.973	84.213
Taxa Cresc. (Vendas e Serviços Prestados)		-	-40,7%	50,3%	3,8%	-2,5%	-	-6,8%	20,4%	-10,4%
Cash Flow Operacional (EBITDA)		136.608	(199.236)	368.690	318.199	169.195	3.656	8.525	9.988	6.493
Margem EBITDA		2,7%	-6,7%	8,2%	6,8%	3,7%	6,0%	10,9%	10,5%	7,7%
Cash Flow Operacional (EBITDA) *		136.608	(199.236)	368.690	318.199	169.195	3.744	8.802	10.346	6.934
Margem EBITDA *		2,7%	-6,7%	8,2%	6,8%	3,7%	6,1%	11,3%	11,0%	8,2%
Resultado Operacional (EBIT)¹		14.749	(324.326)	220.899	171.414	21.219	(1.470)	3.605	4.898	(3.226)
Margem EBIT¹		0,3%	-10,8%	4,9%	3,7%	0,5%	-2,4%	4,6%	5,02%	-3,8%
Resultado Operacional (EBIT)² *		14.749	(324.326)	220.899	171.414	21.219	(1.444)	3.690	5.029	(3.112)
Margem EBIT² *		0,3%	-10,8%	4,9%	3,7%	0,5%	-2,4%	4,7%	5,4%	-3,7%
Funds From Operations (FFO)		4.157	(217.375)	283.801	180.519	84.798	1.971	6.100	6.990	4.104
Margem FFO		0,1%	-7,3%	6,3%	3,9%	1,9%	3,2%	7,8%	7,4%	4,9%
Funds From Operations (FFO) *		4.157	(217.375)	283.801	180.519	84.798	2.033	6.292	7.307	4.431
Margem FFO *		0,1%	-7,3%	6,3%	3,9%	1,9%	3,3%	8,1%	7,8%	5,3%
Dívida Total		1.035.172	1.167.512	1.226.664	1.072.226	1.252.878	24.812	26.195	26.418	26.304
Dívida Total² *		1.035.172	1.432.512	1.551.664	1.392.226	1.727.878	25.244	28.587	28.381	28.143
Dívida Líquida		955.497	1.094.214	1.113.095	907.595	670.207	18.893	19.988	22.597	21.906
Dívida Líquida² *		955.497	1.359.214	1.438.095	1.227.595	1.145.207	19.325	22.380	24.560	23.745
Capital Próprio		1.944.755	1.635.033	1.778.037	1.720.992	1.568.488	61.084	62.430	56.690	51.723
Ativo Total		3.726.735	3.617.789	4.240.360	4.071.222	4.215.634	127.697	130.904	121.880	114.573
Autonomia Financeira		52,2%	45,2%	41,9%	42,3%	37,2%	47,8%	47,7%	46,5%	45,1%
Autonomia Financeira² *		52,2%	42,1%	38,9%	39,2%	33,4%	47,7%	46,8%	45,8%	44,4%
Gearing		34,4%	41,7%	40,0%	38,0%	44,4%	28,9%	29,6%	31,8%	33,7%
Gearing² *		34,4%	46,7%	45,8%	44,4%	52,4%	29,2%	31,4%	33,4%	35,2%
Dívida Total / EBITDA		7,6	-5,9	3,3	3,4	7,4	6,8	3,1	2,7	4,1
Dívida Total / EBITDA *		7,6	-7,2	4,2	4,4	10,2	6,7	3,2	2,7	4,1
Dívida Líquida / EBITDA		7,0	-5,5	3,0	2,9	4,0	5,2	2,3	2,3	3,4
Dívida Líquida / EBITDA *		7,0	-6,8	3,9	3,9	6,8	5,2	2,5	2,4	3,4
FFO / Dívida Total		0,4%	-18,6%	23,1%	16,8%	6,8%	7,9%	23,3%	26,5%	15,6%
FFO / Dívida Total *		0,4%	-15,2%	18,3%	13,0%	4,9%	8,1%	22,0%	25,7%	15,7%
FFO / Dívida Líquida		0,4%	-19,9%	25,5%	19,9%	12,7%	10,4%	30,5%	30,9%	18,7%
FFO / Dívida Líquida *		0,4%	-16,0%	19,7%	14,7%	7,4%	10,5%	28,1%	29,8%	18,7%
EBITDA Interest Coverage		1,8	-4,5	7,4	5,7	2,7	2,4	5,9	5,4	3,5
EBITDA Interest Coverage *		1,8	-4,5	7,4	5,7	2,7	2,5	5,8	5,3	3,5
Return on Equity		-0,5%	-14,0%	6,9%	4,3%	-1,2%	4,6%	1,0%	-1,2%	-8,7%
Return on Equity *		-0,5%	-14,0%	6,9%	4,3%	-1,2%	4,6%	1,0%	-1,2%	-8,7%
Return on Average Capital		0,5%	-11,2%	7,5%	5,8%	0,8%	-1,7%	4,1%	5,7%	-4,0%
Return on Average Capital *		0,5%	-10,7%	6,8%	5,5%	0,7%	-1,7%	4,2%	5,7%	-3,8%
Rotação do Ativo (Vendas/Ativo)		1,4	0,8	1,1	1,1	1,1	0,5	0,6	0,8	0,7
Prazo Médio de Pagamentos (dias)		25	50	63	62	84	68	74	56	54
Prazo Médio de Recebimentos² (dias)		21	69	66	68	68	34	27	25	22
Prazo Médio de Recebimentos (dias)		21	36	40	37	30	34	27	25	22
Prazo de Rotação de Existências (dias)		136	190	144	121	98	114	108	98	93

¹ Corrigido de trabalhos para a própria entidade

² Corrigido por factoring

\* Ajustado por responsabilidades com *leasing* operacional

Unidade: Empresa M1 e M3 milhões de euros, Empresa M2 milhões de dólares (USD)

Fonte: R&amp;C's

## Apêndice 2 - Quadro de indicadores do risco de crédito do setor da saúde

Setor Saúde	Empresa S1				Empresa S2				Empresa S3			
	2009	2010	2011	2012	2005	2006	2007	2010	2011	2012		
<b>Indicadores de Risco de Crédito</b>												
Vendas e Serviços Prestados	253.657	351.375	379.796	451.474	49.581	52.475	56.481	261.202	149.241	122.695		
Taxa Cresc. (Vendas e Serviços Prestados)	-	38,5%	8,1%		-	5,8%	7,6%	-	-42,9%	-17,8%		
Cash Flow Operacional (EBITDA)	27.985	21.934	(1.683)	46.973	3.558	3.842	2.954	2.093	(1.837)	(11.007)		
Margem EBITDA	11,0%	6,2%	-0,4%	10,4%	7,2%	7,3%	2,954	0,8%	-1,2%	-9,0%		
Cash Flow Operacional (EBITDA) *	28.478	22.332	(1.380)	47.276	6.202	6.767	6.222	2.093	(1.837)	(11.007)		
Margem EBITDA *	11,2%	6,4%	-0,4%	10,5%	12,5%	12,9%	11,0%	0,8%	-1,2%	-9,0%		
Resultado Operacional (EBIT) <sup>1</sup>	11.217	6.869	(21.213)	17.130	568	1.174	277	(6.724)	2.622	(18.825)		
Margem EBIT <sup>1</sup>	4,4%	2,0%	-5,6%	3,8%	1,1%	2,2%	0,5%	-2,6%	1,8%	-15,3%		
Resultado Operacional (EBIT) *	11.401	7.017	(21.099)	17.243	1.553	2.264	1.495	(6.724)	2.622	(18.825)		
Margem EBIT *	4,5%	2,0%	-5,6%	3,8%	3,1%	4,3%	2,61	-2,6%	1,8%	-15,3%		
Funds From Operations (FFO)	16.571	11.257	(16.424)	29.520	3.076	3.248	2.261	(2.393)	(13.136)	(19.440)		
Margem FFO	6,5%	3,2%	-4,3%	6,5%	6,2%	6,2%	4,0%	-0,9%	-8,8%	-15,8%		
Funds From Operations (FFO) *	16.881	11.507	(16.234)	29.710	4.734	5.083	4.311	(2.393)	(13.136)	(19.440)		
Margem FFO *	6,7%	3,3%	-4,3%	6,6%	9,5%	9,7%	7,6%	-0,9%	-8,8%	-15,8%		
Dívida Total	174.145	178.863	220.497	183.689	4.123	2.752	9.836	305.595	301.593	289.507		
Dívida Total *	177.209	180.748	222.382	185.573	20.537	22.668	30.509	305.595	301.593	289.507		
Dívida Líquida	140.832	150.467	175.941	125.986	1.499	(1.656)	(13.514)	262.636	272.192	273.960		
Dívida Líquida *	143.896	152.351	177.826	127.870	17.913	18.260	7.159	262.636	272.192	273.960		
Capital Próprio	26.852	25.317	11.451	15.223	11.240	16.558	33.886	410.831	407.051	399.811		
Capital Próprio *	26.852	25.317	11.451	15.223	11.240	16.558	33.886	410.831	407.051	399.811		
Ativo Total	319.270	334.175	407.197	376.679	26.983	28.883	56.167	896.497	835.465	786.901		
Ativo Total *	322.334	336.659	409.081	378.563	43.396	48.799	76.840	896.497	835.465	786.901		
Autonomia Financeira	8,4%	7,6%	2,8%	4,0%	41,7%	57,3%	60,3%	45,8%	48,7%	50,8%		
Autonomia Financeira *	8,3%	7,5%	2,8%	4,0%	25,9%	33,9%	44,1%	45,8%	48,7%	50,8%		
Gearing *	86,6%	87,6%	95,1%	92,3%	22,5%	14,3%	22,5%	42,6%	42,4%	41,9%		
Gearing *	86,8%	87,7%	95,1%	92,4%	59,1%	57,8%	47,4%	42,6%	42,4%	41,9%		
Dívida Total / EBITDA	6,2	8,2	-131,0	3,9	1,2	0,7	3,3	146,0	-164,2	-26,3		
Dívida Total / EBITDA *	6,2	8,1	-161,1	3,9	3,3	3,3	4,9	146,0	-164,2	-26,3		
Dívida Líquida / EBITDA	5,0	6,9	-104,5	2,7	0,4	-0,4	-4,6	125,5	-148,2	-24,9		
Dívida Líquida / EBITDA *	5,1	6,8	-128,9	2,7	2,9	2,7	1,2	125,5	-148,2	-24,9		
FFO / Dívida Total	9,5%	6,3%	-7,4%	16,1%	74,6%	118,0%	23,0%	-0,8%	-4,4%	-6,7%		
FFO / Dívida Total *	9,5%	6,4%	-7,3%	16,0%	23,1%	22,4%	14,1%	-0,8%	-4,4%	-6,7%		
FFO / Dívida Líquida	11,8%	7,5%	-9,3%	23,4%	205,1%	-196,1%	-16,7%	-0,9%	-4,8%	-7,1%		
FFO / Dívida Líquida *	11,7%	7,6%	-9,1%	23,2%	26,4%	27,8%	60,2%	-0,9%	-4,8%	-7,1%		
EBITDA Interest Coverage *	3,4	2,7	-0,1	3,0	30,0	25,1	-65,9	0,3	-0,2	-1,5		
EBITDA Interest Coverage *	3,3	2,7	-0,1	2,9	5,6	5,4	5,3	0,3	-0,2	-1,5		
Return on Equity	8,0%	-16,4%	-115,6%	25,0%	1,2%	1,9%	1,0%	-1,1%	-0,7%	-1,8%		
Return on Equity *	8,0%	-16,4%	-115,6%	25,0%	1,2%	1,9%	1,0%	-1,1%	-0,7%	-1,8%		
Return on Average Capital	5,6%	3,4%	-9,7%	8,0%	3,1%	6,2%	0,9%	-0,9%	0,4%	-2,7%		
Return on Average Capital *	5,6%	3,4%	-9,6%	7,9%	4,5%	6,1%	2,9%	-0,9%	0,4%	-2,7%		
Rotação do Ativo (Vendas/Ativo)	0,8	1,0	0,9	1,2	1,8	1,8	1,0	0,3	0,2	0,2		
Prazo Médio de Pagamentos (dias)	132	126	143	145	21	23	20	110	99	85		
Prazo Médio de Recebimentos (dias)	91	85	82	64	49	46	34	47	59	71		
Prazo de Rotação de Existências (dias)	39	23	27	24	103	87	85	181	304	318		

Corrigido de trabalhos para a própria entidade  
 \* Ajustado por responsabilidades com *leasing* operacional  
 Unidade: milhares de euros  
 Fonte: R&C's

## Apêndice 3 - Quadro de indicadores do risco de crédito do setor do retalho

Setor Retalho	Empresa R1				Empresa R2				Empresa R3			
	2009	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2012
<b>Indicadores de Risco de Crédito</b>												
Vendas e Serviços Prestados	7.317.108	8.691.115	9.838.241	10.875.897	9.257.700	11.280.200	11.708.300	42.492.000	44.373.000	46.931.000	-	5,8%
Taxa Cresc. (Vendas e Serviços Prestados)	-	18,8%	13,2%	10,5%	-	21,8%	3,8%	-	4,4%	5,8%	-	5,6%
Cash Flow Operacional (EBITDA)	524.747	624.160	720.613	761.848	105.500	85.800	41.900	2.607.000	2.497.000	2.625.000	6,1%	6,4%
Margem EBITDA	7,2%	7,2%	7,3%	7,0%	1,1%	0,8%	0,4%	6,1%	5,6%	5,6%	6,1%	6,4%
Cash Flow Operacional (EBITDA) *	679.646	786.101	901.459	984.624	210.800	193.250	164.950	3.248.000	3.006.500	3.019.500	7,6%	6,8%
Margem EBITDA *	9,3%	9,0%	9,2%	9,1%	2,3%	1,7%	1,4%	7,6%	6,8%	6,8%	7,6%	6,4%
Resultado Operacional (EBIT)	359.736	433.501	512.299	540.029	40.900	13.400	(29.100)	1.334.000	1.337.000	1.290.000	3,1%	2,7%
Margem EBIT	4,9%	5,0%	5,2%	5,0%	0,4%	0,1%	-0,2%	3,1%	3,0%	2,7%	3,1%	2,7%
Resultado Operacional (EBIT) *	416.726	495.889	584.558	629.234	86.717	63.888	28.377	1.458.305	1.470.606	1.434.011	3,4%	3,1%
Margem EBIT *	5,7%	5,7%	5,9%	5,8%	0,9%	0,6%	0,2%	3,4%	3,3%	3,1%	3,4%	3,1%
Funds From Operations (FFO)	423.306	511.380	606.619	639.255	107.100	80.500	45.600	2.066.000	2.007.000	2.110.000	4,9%	4,5%
Margem FFO	5,8%	5,9%	6,2%	5,9%	1,2%	0,7%	0,4%	4,9%	4,5%	4,5%	4,9%	4,5%
Funds From Operations (FFO) *	521.215	610.932	715.206	772.826	166.583	137.462	111.173	2.582.695	2.382.894	2.360.489	6,1%	5,0%
Margem FFO *	7,1%	7,0%	7,3%	7,1%	1,8%	1,2%	0,9%	6,1%	5,4%	5,0%	6,1%	5,0%
Dívida Total	880.856	853.399	740.225	717.071	310.000	349.400	345.900	6.734.000	7.460.000	8.318.000	-	-
Dívida Total *	1.830.687	1.983.178	2.019.088	2.411.697	1.073.614	1.268.722	1.342.470	8.805.757	9.841.764	10.736.618	-	-
Dívida Líquida	657.355	549.472	210.070	340.919	41.700	183.200	178.100	4.821.000	5.003.000	5.971.000	-	-
Dívida Líquida *	1.607.186	1.679.251	1.488.933	2.035.545	805.314	1.102.522	1.174.670	6.892.757	7.384.764	8.389.618	-	-
Capital Próprio	778.058	845.106	1.120.861	1.211.531	567.300	569.000	591.000	8.288.000	8.883.000	9.376.000	-	-
Capital Próprio *	778.058	845.106	1.120.861	1.211.531	567.300	569.000	591.000	8.288.000	8.883.000	9.376.000	-	-
Ativo Total	3.824.427	4.159.022	4.481.283	4.892.973	2.067.700	2.177.900	2.054.700	26.987.000	28.479.000	30.057.000	-	-
Ativo Total *	4.774.258	5.288.801	5.760.146	6.587.599	2.831.314	3.097.222	3.051.270	29.058.757	30.860.764	32.475.618	-	-
Autonomia Financeira	20,3%	20,3%	25,0%	24,8%	27,4%	26,1%	28,8%	30,7%	31,2%	31,2%	-	-
Autonomia Financeira *	16,3%	16,0%	19,5%	18,4%	20,0%	18,4%	19,4%	28,5%	28,9%	28,9%	-	-
Gearing	53,1%	50,2%	39,8%	37,2%	34,8%	37,5%	36,4%	44,8%	45,6%	47,0%	-	-
Gearing *	70,2%	70,1%	64,3%	66,6%	64,9%	68,6%	69,0%	51,5%	52,6%	53,4%	-	-
Dívida Total / EBITDA	1,7	1,4	1,0	0,9	2,9	4,1	8,3	2,6	3,0	3,2	-	-
Dívida Total / EBITDA *	2,7	2,5	2,2	2,4	5,1	6,6	8,1	2,7	3,3	3,6	-	-
Dívida Líquida / EBITDA	1,3	0,9	0,3	0,4	0,4	2,1	4,3	1,8	2,0	2,3	-	-
Dívida Líquida / EBITDA *	2,4	2,1	1,7	2,1	3,8	5,7	7,1	2,1	2,5	2,8	-	-
FFO / Dívida Total	48,1%	59,9%	82,0%	89,1%	34,5%	23,0%	13,2%	30,7%	26,9%	25,4%	-	-
FFO / Dívida Total *	28,5%	30,8%	35,4%	32,0%	15,5%	10,8%	8,3%	29,3%	24,2%	22,0%	-	-
FFO / Dívida Líquida	64,4%	93,1%	288,8%	187,5%	256,8%	43,9%	25,6%	42,9%	40,1%	35,3%	-	-
FFO / Dívida Líquida *	32,4%	36,4%	48,0%	38,0%	20,7%	12,5%	9,5%	37,5%	32,3%	28,1%	-	-
EBITDA Interest Coverage	6,8	14,7	26,0	21,3	-23,4	95,3	-7,8	26,6	22,5	30,9	-	-
EBITDA Interest Coverage *	5,1	7,5	9,0	7,9	5,1	3,8	3,2	14,6	12,3	13,2	-	-
Return on Equity	25,7%	33,3%	30,4%	29,7%	4,3%	2,1%	-3,9%	8,5%	9,1%	7,0%	-	-
Return on Equity *	25,7%	33,3%	30,4%	29,7%	4,3%	2,1%	-3,9%	8,5%	9,1%	7,0%	-	-
Return on Average Capital	21,7%	25,8%	28,8%	28,5%	4,6%	1,5%	-3,1%	8,9%	8,5%	7,6%	-	-
Return on Average Capital *	16,0%	18,2%	19,6%	18,6%	5,2%	3,6%	1,5%	8,5%	8,2%	7,4%	-	-
Rotação do Ativo (Vendas/Ativo)	1,9	2,1	2,2	2,2	4,5	5,2	5,7	1,6	1,6	1,6	-	-
Prazo Médio de Pagamentos (dias)	75	72	70	75	35	31	23	80	76	71	-	-
Prazo Médio de Recebimentos (dias)	4	3	3	3	25	24	17	3	3	4	-	-
Prazo de Rotação de Existências (dias)	21	19	19	21	15	16	7	40	40	37	-	-

\* Ajustado por leasing operacional

Unidade: milhares de euros

Fonte: R&amp;C's